

---

Efectos monetarios de la nacionalización del sistema de jubilaciones y pensiones argentino:

---

Apellido y nombre: Malic Estanislao

Número de Registro: 835.955

Correo electrónico: [estanislao.malic@bancofrances.com.ar](mailto:estanislao.malic@bancofrances.com.ar)

Tutor: Andrés Asiain

Firma del Tutor:

## INTRODUCCIÓN

La nacionalización de los fondos de jubilaciones y pensiones privados (previamente administrados por las Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones privadas, desde ahora “AFJPs”) en octubre de 2008 y su posterior traspaso al órgano estatal ANSES, inauguraron una etapa donde gran parte del ahorro monetario nacional argentino volvió a ser administrado por el Estado, encontrándose este último con una masa crítica de fondos para canalizar a través del sistema bancario y financiero.

La capacidad de manejar grandes sumas de activos financieros por parte del gobierno abre la discusión acerca de si existen o no efectos monetarios como consecuencia de las medidas tomadas en la administración de los mismos. Las variaciones en la composición de cartera operadas podrían generar cambios cualitativos en las características del sistema bancario, que podrían ser contrapuestos o complementarios con los objetivos buscados a través de la política monetaria del BCRA.

El debate político se centró principalmente en las consecuencias fiscales de la medida, considerando que la administración del nuevo fondo simplemente tendría objetivos relacionados a la seguridad social, dejando a un lado cualquier tipo de análisis monetario. Asimismo, en general la teoría monetaria suele partir desde concepciones donde el banco central y el gobierno son instituciones separadas, con objetivos y capacidades tajantemente diferentes, por lo cual se presenta una dificultad teórica al momento de encarar el objeto de estudio con los elementos utilizados por el *mainstream* (F. Mishkin, 2007), el enfoque de análisis realizado a través del “sector público consolidado” (P. Bofinger 2001) probablemente brinde ciertas herramientas que permitan un análisis más profundo del problema citado.

Asimismo los objetivos de política económica, caracterizados por el TCRCE (Tipo de Cambio Real Competitivo y Estable), los superávits gemelos y la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA, delimitaran un entorno novedoso para el desarrollo del sistema bancario argentino y los recursos fiscales disponibles (R. Frenkel 2007, G. Gigliani 2008).

El contexto económico-financiero se presenta, tras la crisis de la convertibilidad, con el surgimiento en Argentina de un período de remonetización de la economía, pesificación y un lento retorno a la bancarización (R. Frenkel y M. Rapetti 2007). Claramente subsisten características estructurales de las economías periféricas, como la necesidad de obtener divisas para afrontar los servicios de la deuda externa y las cíclicas fugas de capitales. El sistema monetario y de regulación bancaria presenta nuevas características, herramientas institucionales y normativas alineadas a concepciones internacionales de tipo de cambio flexible administrado, y objetivos monetarios cuantitativos (G. Gigliani 2008).

## **OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN**

Nos proponemos contestar los siguientes interrogantes acerca de los efectos del traspaso de los fondos de jubilación y pensiones desde un sistema privado hacia uno estatal en octubre de 2008: ¿el mismo estabilizó la formación de tasas de fondeo del sistema bancario? ¿Afectó la composición del mercado bancario privado? ¿Generó un impacto a través de variaciones en los agregados monetarios? ¿O su efecto consistió en el cambio de composición y distribución de los mismos entre diferentes instituciones y activos financieros?

## **DESCRIPCIÓN DEL MODELO BANCARIO, CAMBIARIO Y FINANCIERO POST CRISIS**

A raíz de la caída del régimen de Convertibilidad, Argentina debió regularizar el funcionamiento de un sistema bancario fuertemente golpeado, a fin de adaptarlo a las nuevas condiciones monetarias e intentar generar una estructura acorde al desempeño de la economía en un nuevo contexto. Para ello fue fundamental modificar el rol jugado por el Banco Central, alineándolo con las corrientes monetarias vigentes en el mundo y rechazando de forma terminante las presiones del establishment “noventista” tendientes a profundizar el modelo monetario a través de una potencial dolarización total de la economía a través de la eliminación completa de la existencia de una moneda nacional.

### **La reforma del BCRA**

Fundamentalmente el Banco Central volvió a tener control sobre la política monetaria. Durante la vigencia de la Convertibilidad el BCRA tan solo funcionaba como una simple caja de conversión. Mientras el tipo de cambio nominal permanecía fijo y debía ser reafirmado en cada una de las operaciones de cambio realizadas con el BCRA, las tasas y la cantidad de dinero quedaban sujetas a los flujos de balanza de pagos (principalmente).

#### *El Tipo de Cambio Real de Equilibrio Competitivo*

Tras una década signada por el atraso cambiario y la liberalización comercial, la devaluación resultante de los desequilibrios del modelo económico y la posterior flexibilización del tipo de cambio mostraron ser una alternativa viable a fin de ejercer una protección efectiva para la industria nacional frente a la competencia externa. Dado el cambio en las reglas internacionales desde los intentos proteccionistas de décadas previas a la liberalización financiera, se optó por una protección generalizada al sistema productivo vía mantenimiento de un Tipo de Cambio Real Competitivo (a través de intervenciones de mercado abierto del BCRA y compras del tesoro con recursos del superávit fiscal). La gran acumulación de reservas originada en las operaciones de mercado abierto, producto del abultado superávit de balanza de pagos que aparece en el período, permitieron esta holgada política de administración del tipo de cambio nominal.

## *El control de Capitales*

Parte de esta reforma se caracterizó por la aplicación de controles sobre la movilidad de capitales, expresada en el decreto 616/05 emitido en el año 2005. En el mismo se establece la obligación de registro en el BCRA, la aplicación de un encaje de 30% no remunerado y requerimiento de permanencia mínima de un año para los capitales financieros en divisa. Con ello se intentó estabilizar los volátiles flujos de capitales financieros, los cuales potencialmente pueden generar shocks desestabilizadores de la política cambiaria.

### *Las políticas de fijación de cantidad de dinero*

- Las políticas llevadas a cabo actualmente por los principales bancos centrales del mundo, impulsadas por visiones endogenistas de la teoría monetaria, probablemente no sean de mucha utilidad en un país periférico poco bancarizado (en el *Cuadro 1* se puede observar el nivel de influencia del sistema bancario en la financiación interna) y con una moneda poco robusta, como la Argentina. La fijación de tasas de interés por parte del BCRA resulta ser poco adecuada para la determinación de metas monetarias: no solo el valor de la tasa de interés tiene más repercusiones en el sector financiero especulativo que en la economía real (el crédito provisto por el sector bancario en argentina es realmente bajo respecto al PBI), sino que tampoco el alcance de la fijación de las mismas es muy profundo. A pesar de cierta eficiencia por parte del BCRA para fijar las tasas pasivas de los bancos, la influencia sobre las tasas activas se muestra insuficiente dados los altos spreads manejados por el sistema bancario financiero local.

**Cuadro 1**

<b>Crédito interno provisto por el sector bancario (% del PBI)</b>				
<b>País</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Estados Unidos	225	233	241	224
España	159	177	192	213
Brasil	75	87	95	102
Chile	84	83	90	98
Bolivia	71	58	54	48
Colombia	38	40	42	43
Guatemala	34	39	38	37
México	32	35	38	38
<b>Argentina</b>	<b>38</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>24</b>
Paraguay	20	18	20	22
Venezuela	13	19	23	20
Perú	18	15	16	19

\*Fuente: Banco Mundial

- La política impulsada por el BCRA consistió en establecer un cronograma basado en las metas monetarias cuantitativas. Este modelo se basa en concepciones de la teoría monetarista, donde la previsibilidad de las cantidades de dinero provistas por el BCRA encauzaría las expectativas de los agentes siendo de esta forma posible manejar con “sintonía fina” las expectativas y niveles inflacionarios, simplemente acompañando la marcha natural de la economía. A pesar de los aparentes orígenes monetaristas de esta política, la

elección de la cantidad de dinero como variable a determinar realmente encubre en el caso argentino un objetivo más heterodoxo: la determinación del tipo de cambio real en un nivel competitivo y estable. Por lo que las necesidades de intervenciones del banco central en el mercado abierto de cambios parecerían ser los verdaderos objetivos primarios lógicamente no explicitados en el programa monetario. De esta manera, la fijación de la tasa de variación de la cantidad de dinero vía esterilización de las intervenciones (a través de generación de superávit fiscal, o emisión de títulos del BCRA, Nobacs y Lebacs) pasan a ser una meta en un segundo plano.

Más allá de estos anuncios sustentados en teorías cuantitativas realizados anualmente por el BCRA, resulta difícil determinar si existen otras intenciones de la institución más allá de la determinación del tipo de cambio. Es claro, sin embargo, que la fijación de las cantidades de dinero tras el aumento de la emisión a fin de aumentar el tipo de cambio nominal, tiene como principal intención la contención de las presiones inflacionarias originadas supuestamente en el aumento de las cantidades de dinero, pero no así en las variaciones del tipo de cambio (siendo ellas mismas potenciales generadoras de presiones inflacionarias).

### *El mercado de Pases*

El mercado de pases emula el modelo del Banco Central Europeo, y su objetivo consiste en funcionar como un proveedor de liquidez de corto plazo frente a posibles situaciones de escasez de depósitos en el sistema bancario. Reemplaza el modelo de redescuentos utilizado hasta la implementación de la convertibilidad, y la principal diferencia radica en la no selectividad ni discriminación en el costo del financiamiento. De esta forma resulta imposible realizar políticas activas de financiamiento a sectores estratégicos de la economía.

- El Pase Pasivo

A través de este instrumento las entidades con excesos de liquidez tienen la posibilidad de constituir un depósito en el BCRA por el cual recibirán una remuneración. La utilidad o no de este instrumento es cuestión de debate: según Palley remunerar los depósitos de la banca privada en el Banco Central es simplemente una forma encubierta de subsidio y restringe la expansión del crédito a través de su encarecimiento (dado un costo de oportunidad).

Es evidente que la tasa de Pase Pasivo no solo es una herramienta para limitar la expansión monetaria, sino que también funciona de “piso” para las tasas de financiamiento del sistema bancario.

- El Pase Activo

Esta herramienta es la válvula de escape del sistema bancario. En caso de crisis de liquidez, cualquier institución bancaria puede obtener fondos líquidos a cambio de un encaje realizado en bonos en el BCRA. La misma es irrestricta y tiene una tasa única para cualquier banco que lo requiera (es la gran diferencia con el redescuento). Asimismo carece de líneas con objetivos de estímulo al crédito para cualquier sector particular de la economía.

La efectividad del sistema de pases es difícil de corroborar. Sus tasas deberían fijar topes a las tasas de fondeo de los bancos, sin embargo ciertos picos de las mismas observados en el período bajo estudio coinciden con bajos niveles de pases activos, lo cual indica que los agentes prefieren pagar un mayor costo de fondeo antes que utilizar los canales oficiales de suministro de liquidez.

## Las Reservas y la fuga de capitales

En línea con las políticas de las principales economías periféricas, Argentina aplicó una permanente acumulación de reservas internacionales desde la salida de la Convertibilidad (*Gráfico 1*). Ella permitió sostener el tipo de cambio nominal deseado mientras se consolidaba un fondo anticíclico amortiguador de potenciales shocks: fuga de capitales, deterioro de los términos del intercambio y ataques especulativos contra la moneda soberana.

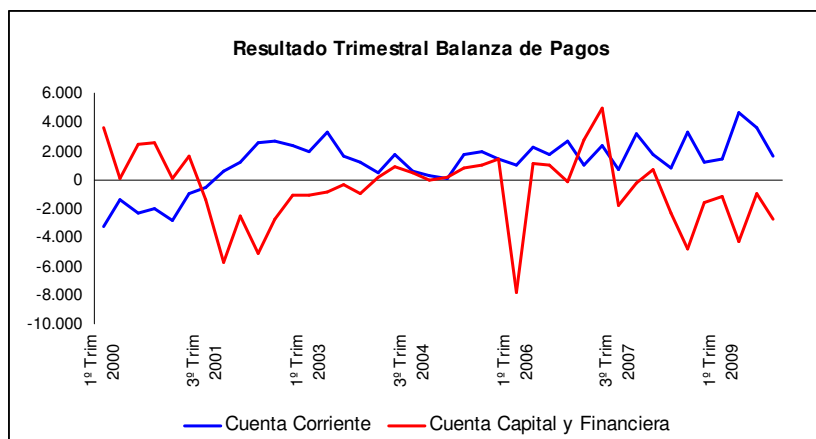
Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA  
En miles de millones de dólares

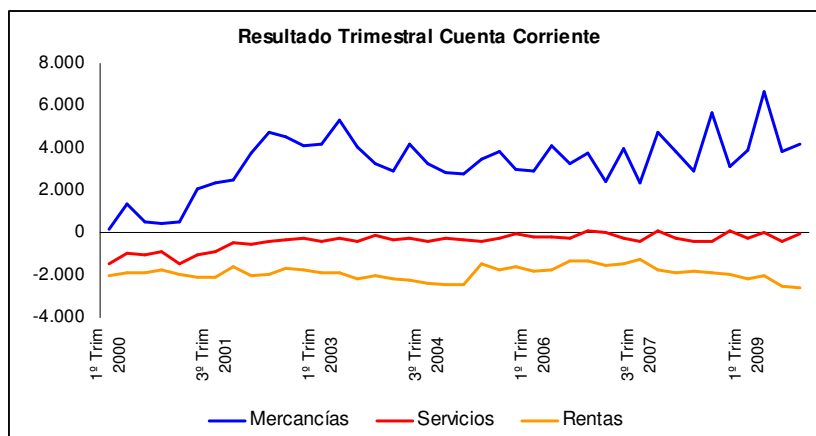
Esta acumulación se fundamentó en el sistemático superávit de cuenta corriente (*Gráfico 2*) impulsado por la fortaleza de la balanza comercial, sostenida principalmente por la expansión de las exportaciones pero apoyándose también en la reducción de las importaciones durante la crisis del 2002. Esta permanente situación superavitaria permitió hacer frente al constante déficit de Cuenta Capital y Financiera y del rubro Rentas de la Cuenta Corriente (*Gráfico 3*).

**Gráfico 2**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

**Gráfico 3**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Indec

## LA ESTATIZACIÓN DEL SISTEMA JUBILATORIO Y LA CREACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD 2 (FGS2)

### El Proyecto de Ley

El sistema de AFJPs pretendía remediar el problema estructural de financiamiento del sistema previsional a través del ahorro individual en activos financieros. Las limitaciones de este enfoque eran claras y su extraña lógica financiera era inconsistente a niveles macroeconómicos. Las generaciones que se encuentran en posiciones pasivas en una sociedad deben ser mantenidas con parte de los recursos producidos por las clases activas. Esta transferencia es inevitable. El sistema de “ahorro” individual simplemente es un método de asignación de derechos sobre la producción futura como lo es el sistema de reparto. Es un sistema de acumulación de activos financieros no equiparables de manera alguna con el hecho del aumento de la capacidad productiva de una sociedad. Teniendo en cuenta que solo el 13% del total de los fondos administrados

por las AFJPs se destinaba a la financiación de empresas productivas (vía obligaciones negociables, financiación directa a proyectos productivos y de infraestructura y acciones), resulta dudosa la capacidad del sistema de motorizar la producción en los niveles necesarios para cubrir las futuras necesidades de los aportantes. Es importante resaltar que en el año 2007 las comisiones pagadas por los afiliados previo a la reforma de la ley jubilatoria del año nombrado representaban el 34% de los aportes, destinándose al fondo solo el 66% restante (tras la reforma las administradoras percibían el 9% del aporte). O sea, los recursos retirados del sistema por las administradoras privadas fueron sistemáticamente mayores a los volcados de forma directa en financiación a la producción hasta el 2007, y a partir de allí resultaron prácticamente equiparables. Del total de los aportes de ese año, el porcentaje de cartera destinado a financiación directa de la producción representó tan solo un 8,56%.

El 21 de octubre de 2008 el poder ejecutivo presentó frente al congreso nacional el proyecto de ley para la estatización del sistema de previsión social. El mismo hace referencia a las garantías relativas a seguridad social detalladas en el artículo 14 bis de la constitución, las limitaciones observadas en el sistema privado a lo largo de su vigencia e imposibilidad de edificar un régimen previsional basado en el volátil mercado financiero, para finalmente impulsar el SIPA (Sistema Integrado Previsional Argentino) basado en un régimen de reparto eliminando el sistema de capitalización privada. Se estipuló también el traspaso de los recursos integrantes de las cuentas de capitalización individual al ANSES, contando el mismo con autonomía financiera y económica, y supervisión de la Comisión Bicameral de Control de los Fondos de la Seguridad Social.

### **El destino de las inversiones de las AFJPs**

La cartera total administrada por las AFJPs al 30 de septiembre<sup>1</sup> de 2008 estaba valuada en 94.443 millones de pesos, los cuales ,a fines comparativos, representan el 127% de la partida destinada a seguridad social en el presupuesto nacional del mismo año.

La misma se distribuía de la siguiente forma:

**Cuadro 2. Cartera Consolidada Administrada por las AFJPs al Momento de su Traspaso al ANSES**

DISPONIBILIDADES	943	1,00%
OTROS	5.067	5,37%
CONTRATOS NEGOCIABLES DE FUTUROS Y OPCIONES	3.746	3,97%
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN	4.445	4,71%
FIDEICOMISOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS	4.474	4,74%
TÍTULOS VALORES EXTRANJEROS	6.139	6,50%
PLAZO FIJO	7.055	7,47%
ACCIONES	10.608	11,23%
OPERACIONES DE CRÉDITO PÚBLICO DE LA NACIÓN	51.966	55,02%
<b>TOTAL</b>	<b>94.443</b>	<b>100,00%</b>

\* En millones de \$.

Fuente: SAFJP (Superintendencia de AFJPs)

<sup>1</sup> Se ha optado por septiembre por considerarlo más representativo de la gestión global de las AFJPs respecto a la cartera entregada en octubre al ANSES

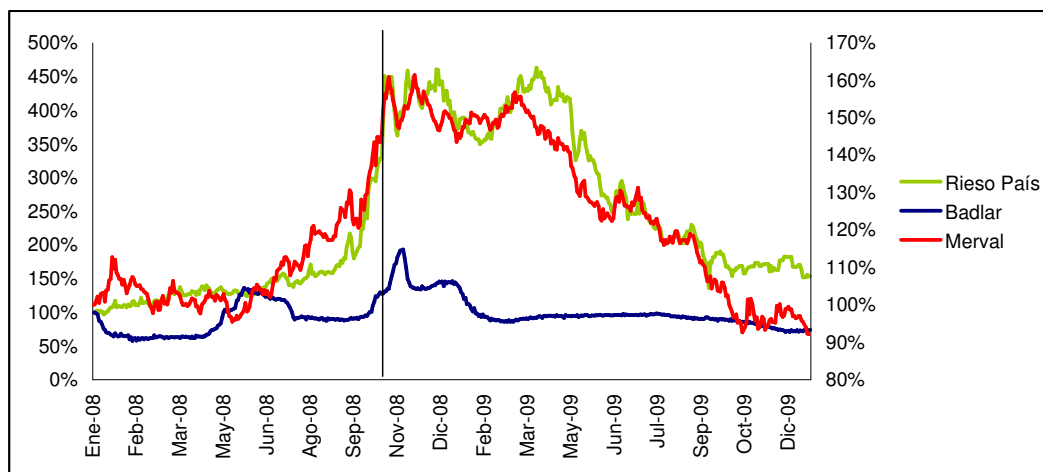


A simple vista se destaca la participación de la financiación al estado nacional. Es paradójico que un sistema creado hipotéticamente para deslindar al estado de toda responsabilidad relativa a la seguridad social a fin de que “el mercado” distribuya el ahorro de la sociedad con la mayor eficiencia posible, termine destinando más de la mitad de los recursos a financiar gastos gubernamentales (no necesariamente relacionados con la seguridad social). Como habíamos nombrado anteriormente solo el 13% del fondo se destinaba a financiar actividades productivas, 9,52% de los recursos financiaban primordialmente al sector bancario (plazos fijos, disponibilidades y el 64% de los fondos comunes de inversión) o se destinaban a financiar gobiernos extranjeros (6,5%).

### **Evolución de las principales variables y el potencial impacto de la medida**

Al anunciarse el proyecto de nacionalización de los fondos de las AFJPs el 21 de octubre de 2008, varias voces mediáticas y las calificadoras de riesgo indicaron la inconveniencia de llevar adelante tal medida bajo un contexto de absoluta incertidumbre financiera producto de la crisis internacional, siendo el principal argumento el potencial golpe sobre los mercados financieros locales. Si observamos la evolución de los diferentes mercados en el *Gráfico 4* (bancarios, bonos soberanos y de capital), notamos tras la presentación del proyecto una agudización del impacto de la crisis en los índices de referencia. En los siguientes incisos se comparará la situación local con otros mercados similares y con otras posibles causas para dilucidar si estas variaciones pueden explicarse tan solo con el anuncio de la medida.

**Gráfico 4. Evolución de las principales variables**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, BBVA Banco Francés y Bloomberg

#### *1. Los mercados de deuda y capital*

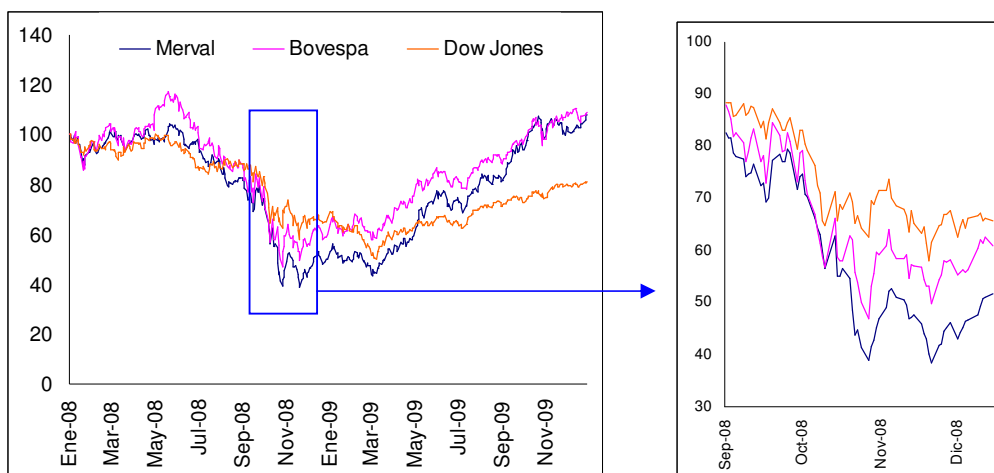
A fin de poner en la balanza el impacto del proyecto de ley, se optó por observar la evolución de la Bolsa porteña (a través del índice Merval) y la del mercado de deuda soberana (a través del riesgo país), comparando en ambas situaciones el comportamiento de los indicadores nacionales frente a mercados similares. Si el

mercado evaluara la medida como fuertemente negativa, podría esperarse un mayor impacto sobre la cotización de las principales acciones ya que el traspaso de la cartera de activos al estado nacional podría interpretarse como un golpe hacia la financiación de las empresas a través del mercado de capitales. Mientras que respecto a la salud fiscal del gobierno, la medida podría aliviar la carga de servicios de deuda para el tesoro. No solo el gobierno vería como gran parte de la deuda pasa a ser intra sector público, sino que también se haría poseedor de una gran cantidad de activos a los cuales recurrir en caso de imposibilidad de realizar los pagos correspondientes al cronograma de financiamiento.

### 1.a El impacto sobre el mercado accionario

Al graficar el comportamiento del Merval junto al Bovespa (índice de la bolsa de San Pablo) y al Dow Jones (índice industrial de la bolsa de Nueva York), encontramos una fuerte correlación entre los tres, siendo el período en el cual se anuncia el proyecto nacionalizador uno de fuerte caída en todos los mercados observados debido a la crisis internacional vigente en ese momento (*Gráfico 5*). Asignarle un efecto depresivo a la política previsional no parecería acertado.

**Gráfico 5. Evolución de las Principales Bolsas**



Fuente: elaboración propia en base a información de Bloomberg.

### 1.b El impacto sobre el mercado de deuda soberana

En este caso la Argentina experimentó un violento aumento del spread respecto a economías como Brasil o México. Sin embargo es importante notar que esta explosión del riesgo país (índice utilizado para medir el diferencial entre las tasas de deuda soberana frente a las pagadas por los pasivos del tesoro estadounidense) no fue exclusiva de Argentina: la deuda venezolana muestra casi exactamente el mismo comportamiento. Si esta expansión de las tasas exigidas a Argentina se explicara tan solo por el anuncio, sería difícil determinar por qué Venezuela debería acompañar ese comportamiento. Tampoco existe ningún tipo de fundamento teórico por el cual una estatización de este tipo debiera afectar la evolución de la deuda soberana. Es probable que el aumento del riesgo país en ambas economías latinoamericanas se deba a la

percepción de las mismas como “riesgosas”. Puede ser de utilidad observar las calificaciones de riesgo soberano otorgadas por Standard & Poor’s a las mayores economías latinoamericanas, y las sucesivas calificaciones otorgadas a la argentina:

**Cuadro 3. Calificaciones al Momento de la Nacionalización y Evolución de la Calificación Argentina.**

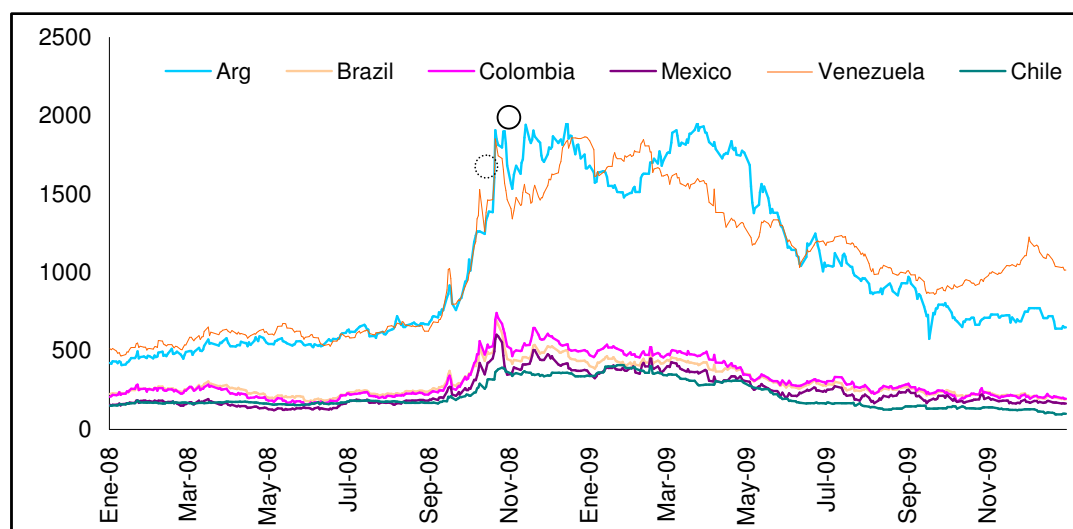
Ratings	31/10/2008
Chile	A+
México	BBB+
Brasil	BBB-
Colombia	BBB-
Venezuela	BB-
Argentina	B-

Modificaciones Argentina	
31/10/2008	B-
11/08/2008	B
02/10/2006	B+

Fuente: Standard & Poors

Claramente Venezuela y Argentina están vistas por la agencia calificadoras como los países más riesgosos. Haciendo referencia a la reducción realizada el 31 de octubre de 2008 a la Argentina el analista responsable de la calificadoras afirmó sobre la "inesperada propuesta del Ejecutivo de transferir el sistema de jubilación privada al Estado, que ha sacudido los mercados locales financieros y la confianza general. Además, la reforma previsional podría aumentar la polarización política en un momento de creciente incertidumbre y expectativas en declive" (*Diario Clarín, "Standard & Poor's bajó calificación de deuda argentina, 31 de octubre de 2008*). No solo la baja de la calificación parece no haber afectado al mercado en forma negativa alguna (se observa claramente en el *Gráfico 6*), sino que esta afirmación no parece fundamentada por el accionar de los mercados, la presentación de la ley aparenta ser un desencadenante de una segunda disparada del riesgo país, pero es claro al comparar con el resto de Latinoamérica que se trató de un impacto general amplificado en el caso local y venezolano (con mejor calificación que argentina) dadas las condiciones previas a la nacionalización.

**Gráfico 6. Evolución del Riesgo País en las Principales Economías Latinoamericanas**



Fuente: elaboración propia en base a series elaboradas por el BBVA Banco Francés.

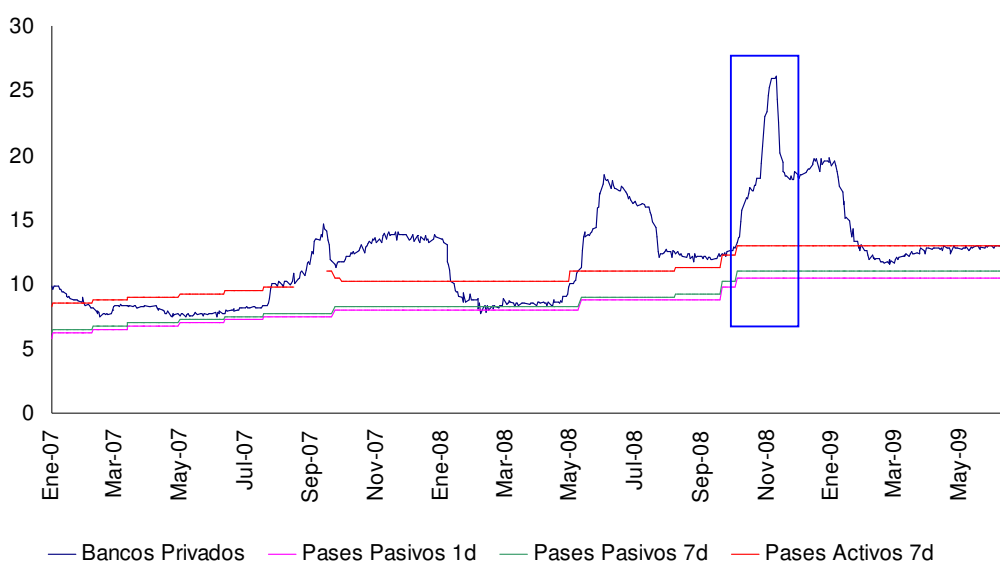
○ Presentación de proyecto nacionalizador.

○ Cambio de nota de S&P

## 2. La evolución de las tasas

Dada la cantidad de tasas disponibles para analizar, decidí tomar la evolución de la Badlar<sup>2</sup> de bancos privados, ya que la misma explica la mayor parte de la tasa de fondeo de los bancos y es la utilizada como referencia en el sistema financiero<sup>3</sup>.

**Gráfico 7. Evolución de Tasas Activas y Pasivas del Sistema Bancario**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Claramente se observa en el momento de la nacionalización de los fondos que la tasa se dispara en forma violenta (*Gráfico 7*), sobrepasando las resistencias dadas por las tasas de pases del BCRA. Frente a este escenario cabe preguntarse:

- 1) ¿Es este un resultado de la medida o es adjudicable a factores externos como en los casos anteriores?
- 2) ¿Funcionan los mecanismos de contención de las tasas y prevención de shocks del BCRA?
- 3) ¿Su regularización está relacionada con la evolución de los fondos del ANSES?

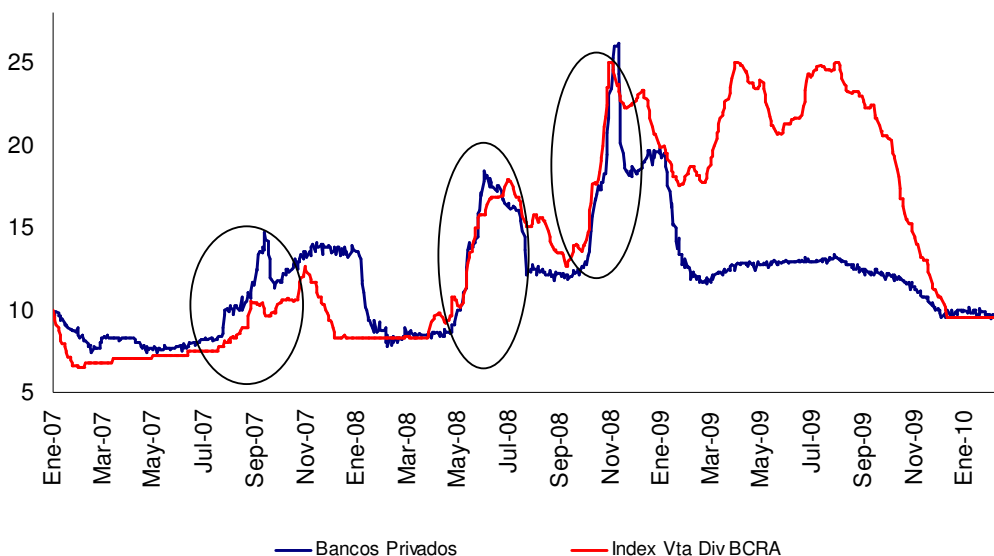
Podemos afirmar inicialmente que en la serie graficada se evidencia la ineficacia del mercado de pases como estabilizador automático. En el período bajo análisis se observan 3 episodios donde la tasa de pases activos no contiene la necesidad de fondos de los bancos privados, optando los mismos por financiarse con plazos fijos aumentando para ello la tasa ofrecida. ¿Coinciden estos eventos con algún comportamiento cíclico de la economía? Si observamos la intervención del BCRA en el mercado cambiario, encontraremos que los momentos donde el mismo debe vender

<sup>2</sup> Tasa BADLAR: es la tasa promedio pagada por depósitos de 30 a 35 días mayores a \$ 1.000.000. La misma es calculada y publicada diariamente por el BCRA.

<sup>3</sup> Las emisiones de deuda a tasa variable usualmente se realizan con referencia a esta tasa, es el caso de las NOBAC del BCRA, las últimas emisiones del Tesoro y múltiples emisiones de obligaciones negociables privadas.

dólares para contener las presiones al alza de su precio coinciden con los saltos de la tasa BADLAR, (en el *Gráfico 8* se observa el comportamiento a través de un índice de intervención)<sup>4</sup>. O sea, las fugas de capitales (entendidas como fuga del peso hacia el dólar), desfinancian al sistema bancario generando presiones al alza en las tasas de fondeo.

**Gráfico 8. Evolución de Tasas e Índice de Intervención del BCRA en el Mercado Cambiario**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En lo referente a la última explosión de las tasas, es claro que la debacle de los mercados analizada en el inciso anterior disparó este mecanismo en la economía argentina (la evolución del riesgo país ilustra como los capitales financieros abandonaron sus posiciones en deuda soberana argentina). ¿Existió algún tipo de influencia por parte de las AFJPs sobre el mercado a plazo bancario? No se observa que las mismas hayan generado desestabilización alguna (*Cuadro 4*). Las posiciones en plazos fijos en el fin de cada mes se han mantenido firmes y crecientes a lo largo del período (la Superintendencia de AFJPs informaba las posiciones del último día de cada mes, más que suficiente dado que el depósito a plazo fijo menor es a 30 días).

**Cuadro 4.**

Posiciones de las AFJPs en plazos pijos a fin de cada mes en millones									
Ene-08	Feb-08	Mar-08	Abr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Ago-08	Sep-08	Oct-08
2.380	1.805	2.209	2.596	4.100	5.392	6.254	6.359	7.055	7.231

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFJP.

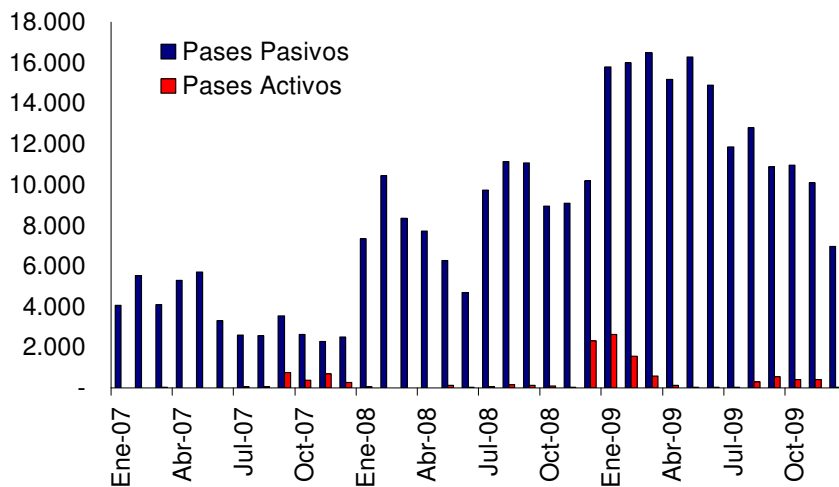
¿Y respecto a la nacionalización? Es difícil afirmar que haya impactado directamente sobre el mercado. Es claro que la crisis venía impactando en el mercado accionario y en el mercado de deuda previamente y que continuaría haciéndolo como en el resto de América Latina: otorgarle la responsabilidad del segundo pico en la fuga de capitales y en la BADLAR a la creación del FGS2 no sería acertado.

<sup>4</sup> El detalle de la elaboración del mismo se encuentra en el anexo 1.

Cabe destacar nuevamente que frente a la caída de depósitos a plazo los bancos optaron por aumentar la tasa en lugar de recurrir a los mecanismos de liquidez previstos por el BCRA, llegando a pagar por la liquidez a 30 días tasas promedio del 26,1% el 11 de noviembre de 2008 cuando acceder a un pase activo a 7 días (plazo mínimo, pudiendo ser el mismo de mayor duración) del BCRA les hubiera costado 13%. Es de suponer que existen motivos extra económicos para ese comportamiento, los requerimientos (escasos, básicamente títulos públicos depositados en garantía) y presiones de la institución estatal pueden llegar a ser parte de la explicación.

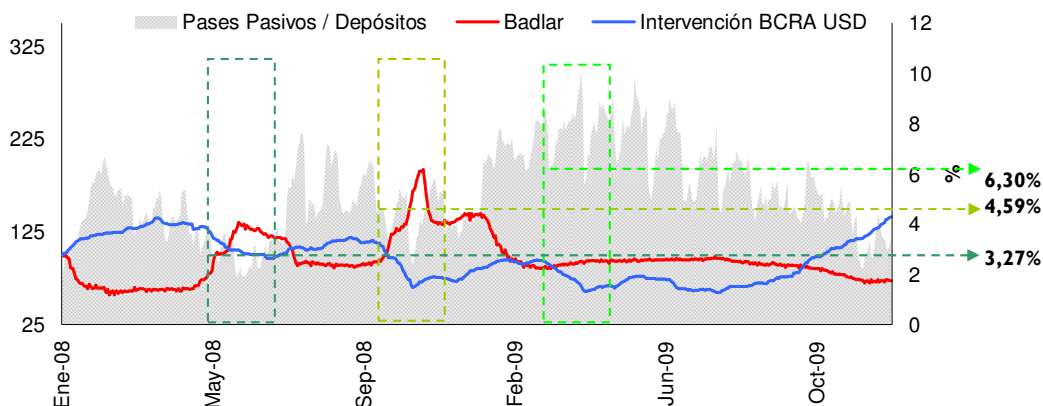
Sin embargo a partir de enero de 2009 la tasa BADLAR se desplomó y, a pesar de que la fuga de capitales continúa generando fuertes presiones, se canalizó a través de los topes fijados por las tasas de pases del BCRA (*Gráficos 7 y 8*). ¿Qué puede haber influido para modificar el comportamiento de la misma? No solo el gobierno mantuvo el nivel de plazos fijos colocados por las AFJPs a través de la administración del FGS2, sino que también se evidenció una utilización de los pases activos por parte de las entidades bancarias. A partir de diciembre de 2008 los pases activos alcanzan los 2.300, 2600 y 1500 millones promedio consecutivamente (*Gráfico 9.a*). También se destaca el aumento de la prudencia en el sistema bancario: en el *Gráfico 9.b* se presenta el aumento de los niveles de liquidez bancaria, observado en la evolución del porcentaje de pases pasivos sobre depósitos. Los inicios de las sucesivas crisis de fugas de capitales, indicados por las ventas de dólares del BCRA, encuentran un sistema cada vez más conservador, con mayores porcentajes de pases pasivos en relación a los depósitos. No es posible afirmar que ninguna de estas variables haya sido un factor explicativo directo de la contención de la tasa en 2009, pero permite esbozar un contexto de mayor solidez de las entidades bancarias frente a potenciales shocks.

**Gráfico 9.a. Evolución de Pases Activos y Pasivos**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

**Gráfico 9.b. Evolución de tasa Badlar, Pases Activos y Pasivos**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Intervención BCRA USD y BADLAR: en base 100

Intervención BCRA USD: ilustra la variación de la base monetaria explicada por las compras / ventas de dólares por parte del BCRA.

Nota: La Intervención del BCRA asciende al comprar dólares el mismo, aumentando la base monetaria. Y desciende al tener que vender, a fin de contener las presiones alcistas frente a una fuga al dólar.

## LA EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS DEL SISTEMA BANCARIO Y SU RELACIÓN CON EL FGS2

### La disponibilidad de información

Al realizarse el traspaso de los fondos, la Superintendencia de AFJP deja de cumplir cualquier rol de supervisión, asimismo se desmantelan los accesos a la información concerniente al ya pasado desempeño de las administradoras privadas. En cuanto a la ANSES: desde el primer informe presentado en noviembre de 2008, donde se describe el estado y composición de los fondos recibidos, hasta agosto de 2009, donde se publica la cartera a esa fecha, no existe ningún tipo de información disponible acerca del destino de los fondos a lo largo del período, ni en su variable stock y menos aún en su variable flujo (operaciones). Recién en el año 2010 se tornaron periódicos (mensualmente) los informes referentes al FGS2.

Es imposible realizar un análisis detallado del efecto de los movimientos y composición del FGS2 bajo estas circunstancias. La ausencia total de información durante grandes períodos de tiempo, sumado a la escasez de la misma cuando la han presentado, deja varios interrogantes que no serán posibles de contestar: ¿qué tasas ha recibido el ANSES por sus depósitos en el sistema bancario privado? ¿Cuáles fueron los criterios de la asignación de los mismos? ¿Qué nivel de eficiencia (en lo que a administración de la cartera se refiere) se alcanzó?

Claramente la información se torna inaccesible. Por razones de decisión política, está oculta, pero ciertamente existe. La misma no requiere ningún tipo de elaboración compleja, ni es necesario manejar series estadísticas, relevar datos o trabajar con muestras. La información referente a cualquier administración de cartera es básica y debe estar registrada ordenadamente para garantizar una correcta administración (fechas, precios, cantidades, tasas y contrapartes de cada una de las operaciones

realizadas). Se hará lo posible para a través de la información disponible estimar el peso de los activos del FGS2 en el sistema bancario, y la evolución de los mismos según tipo y distribución.

**Peso de la cartera líquida recibida por el ANSES en relación a los agregados monetarios**

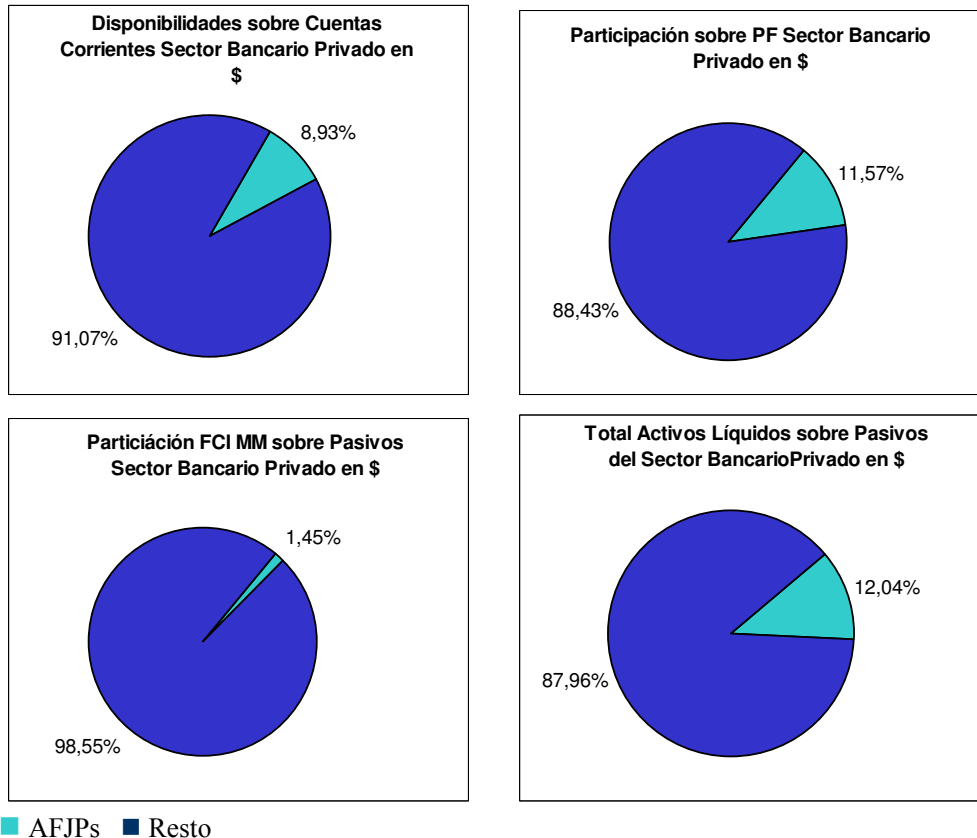
A fin de determinar la real influencia que tiene el FGS2 sobre el sistema bancario, es de gran utilidad ponderar el peso de la cartera sobre los agregados monetarios. Tomando la cartera de las AFJPs publicada por última vez el 31 de octubre de 2008 junto a los stocks del sistema bancario privado a la misma fecha, podemos observar que el ANSES tiene dominio para esa fecha de un porcentaje que oscila entre el 8,9% y 12,04% de los agregados según la comparación seleccionada (*Cuadro 5 y Gráfico 10*).

**Cuadro 5 y Gráfico 10. Activos del FGS2 vs Agregados Monetarios al 31 de octubre de 2008**

	Disponibilidades	Plazos Fijos en Privados	FCI MM
Fondo AFJPs	3.319	7.231	1.448
Stock del sistema	37.153	62.491	

- “Fondos Comunes de Inversión Money Market”: carteras compuestas tan solo con plazos fijos y cajas de ahorro.
- En millones de pesos.

**Gráfico 10. Participación de los activos del FGS2 sobre el total del sistema al 31 de octubre de 2010.**





\*Fuente: elaboración propia en base a información del BCRA, la SAFJP y la Cámara de Fondos Comunes de Inversión.

De esta forma la ANSES se convierte en el principal agente en lo que a la distribución de fondos en el sistema respecta, permitiendo cierto accionar discrecional y de política monetaria activa por parte del gobierno sobre la evolución de los depósitos a plazo, a la vista y fondos comunes “money market”. Recordemos que actualmente el Banco Central no cuenta con las herramientas que otrora le permitían redireccionar la liquidez en el sistema bancario, ya que las mismas fueron desmanteladas con la aplicación de la ley de convertibilidad y en la última reconversión del sistema han sido reemplazadas por métodos uniformes de otorgamiento de liquidez (el mercado de pases cuenta con tasas unificadas, no existiendo redescuentos selectivos, ni por destino de los fondos ni por clase de institución).

A fin de mensurar la capacidad de influir sobre las variables monetarias de estos fondos, podemos compararlos con las caídas de depósitos de plazo fijo sucedidas a lo largo del 2008, ambas disparadoras de la tasa de interés BADLAR anteriormente nombrada:

- Entre el 23 de abril y el 19 de mayo del 2008, la caída en los depósitos de plazos fijos en pesos en el sector privado fue de 3.450 millones de pesos (-5,7%); la tasa badlar se disparó en ese período desde los 8,7% originales hasta los 18,4% alcanzados el 3 de junio.
- Entre el 26 de septiembre y el 12 de noviembre del 2008, la caída en los depósitos de plazos fijos en pesos en el sector privado fue de 3.465 millones de pesos (-5,28%); la tasa badlar se disparó en ese período desde los 12,5% originales hasta los 26,1% alcanzados el 11 de noviembre.
- Como observamos anteriormente la cantidad de depósitos a plazo que pasaron a integrar el FGS2 suman un total de 7.231 millones de pesos y los depósitos en cuenta corriente 3.319 millones, superando holgadamente los montos que desestabilizaron las tasas de pasivas en ambas crisis.

### **Impacto de la composición de la cartera en el Market Share de los bancos.**

Inicialmente resulta complicado analizar el destino de los fondos del FGS2.

Hasta diciembre de 2009 el ANSES no ha publicado información referente a la distribución de sus colocaciones en plazos fijos y disponibilidades en cuentas a la vista.

#### *1. La información transparente y disponible*

Utilizando tan solo la información oficial disponible observamos la siguiente variación en la distribución de los fondos:

**Cuadros 6**

<b>Distribución de P Fijos totales del sistema de AFJP</b>	<b>30/09/2008</b>
BANCO MACRO S.A.	20,92%
BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.	12,33%
HSBC BANK ARGENTINA S.A.	8,81%
BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES	8,45%
BANCO SANTANDER RIO S.A.	7,73%
CITIBANK N.A.	7,25%
BBVA BANCO FRANCES S.A.	5,33%
BANCO ITAÚ BUEN AYRE S.A.	5,26%
BANCO CREDICOOP COOP. LTDO	4,60%
Resto	19,32%

<b>Distribución P Fijos "heredados" de las AFJP</b>	<b>31/10/2008</b>
BANCO MACRO S.A.	25,42%
BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.	15,65%
HSBC BANK ARGENTINA S.A.	11,75%
BANCO SANTANDER RIO S.A.	11,04%
BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES	9,46%
CITIBANK N.A.	8,28%
BBVA BANCO FRANCES S.A.	8,22%
STANDARD BANK ARGENTINA S.A.	6,58%
BANCO ITAÚ BUEN AYRE S.A.	5,87%
BANCO CREDICOOP COOP. LTDO	4,42%
BANCO PATAGONIA S.A.	4,12%
Resto	14,61%

Fuente: SAFJP

La variación de la cartera administrada por las AFJPs en el lapso durante el cual se anuncia la nacionalización no presenta grandes sorpresas, se mantiene la preeminencia de las instituciones privadas (salvo el Banco Provincia) y los porcentajes de participación de las mismas. Es de destacar el hecho que en rubro "resto" no se encuentra ninguna participación del Banco Nación.

**Cuadros 6 (bis)**

<b>Distribución de P Fijos ANSES</b>	<b>31/12/2009</b>
BANCO MACRO S.A.	17,50%
BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES	13,20%
BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.	11,90%
BANCO HIPOTECARIO	10,50%
BANCO DE LA NACIÓN	5,20%
BANCO SUPERVIELLE	4,90%
BANCO SANTANDER RIO S.A.	4,40%
BANCO COMAFI	4,20%
Resto	28%

Fuente: ANSES

Al observar el FGS al 31/12/09 encontramos que varios bancos privados de primera línea como el BBVA Banco Francés, el Standard Bank y el HSBC, que poseían una importante participación bajo el régimen de AFJP no forman parte del grupo con participaciones mayores al 4%, siendo el Santander el único caso de un banco de primera línea que se mantiene en el listado, pero pasando de tener el 11% al 4,4%. Es muy destacable la aparición del Banco Nación en la distribución de los fondos, la importancia del Comafi y del Supervielle.

No queda claro el criterio de asignación de los fondos. Si se distribuyen en función de las tasas ofrecidas, es sumamente cuestionable la falta de procesos transparentes de licitación. Si el objetivo consiste en lograr financiar los créditos productivos u orientados, menos aún, ya que se destacan bancos de baja cobertura nacional y escasas sucursales, siendo nuevamente el proceso de selección al menos “dudoso”.

## 2. La información orientativa

A fin de obtener información más acertada acerca del destino e influencia de los fondos del FGS2 se decidió tomar los balances de las entidades privadas que engloban conjuntamente el 80% de los depósitos del mercado (se trata de las primeras 11 de un total de 73 informadas por el BCRA) y observar la evolución de la cuenta “Depósitos del Sector Público No Financiero”. En la misma aparece la evolución consolidada de los depósitos a plazo y a la vista (*Cuadro 7*).

**Cuadro 7. Evolución de Cuenta “Depósitos del Sector Público No Financiero”**

	Oct-08	Nov-08	Dic-08	Ene-09	Feb-09	Mar-09	Abr-09	May-09	Jun-09
BBVA Banco Francés	57	61	1.686	1.373	1.596	3.476	3.386	3.396	2.549
Santander Río S.A	26	26	323	322	376	609	645	633	606
Banco de Galicia	237	224	1.291	1.358	1.382	1.379	1.408	1.375	1.337
Banco Macro	2.423	2.618	3.435	3.537	3.603	3.558	3.294	3.480	3.367
HSBC	7	16	1.028	958	589	1.027	1.630	1.918	1.617
Credicoop	48	185	416	646	709	704	677	650	637
Citibank	0	0	1.487	1.232	1.108	1.258	928	926	588
Standard Bank	96	313	917	2.057	2.512	902	811	666	658
Banco Patagonia	513	426	707	730	797	751	686	652	710
Nuevo Banco de S Fe	2.382	2.350	2.415	2.069	1.962	1.796	1.704	1.770	1.624
Banco Hipotecario	378	365	511	729	836	855	875	1.179	1.145
<b>Total</b>	<b>6.166</b>	<b>6.582</b>	<b>14.214</b>	<b>15.011</b>	<b>15.470</b>	<b>16.316</b>	<b>16.044</b>	<b>16.645</b>	<b>14.835</b>

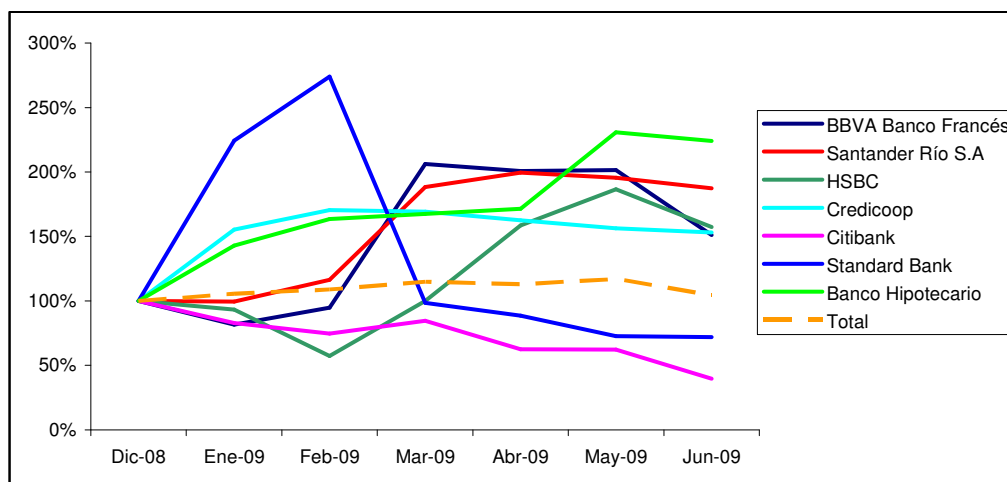
Fuente: elaboración propia en base a balances publicados por el BCRA.

En noviembre de 2008 las participaciones no registran un cambio brusco respecto a octubre, sin embargo en diciembre ya se puede observar el cambio en la titularidad de los fondos anteriormente pertenecientes al sector privado. Sería esperable que estas proporciones se mantengan relativamente inalteradas, sin embargo los comportamientos a lo largo del primer semestre difieren fuertemente según la institución.

En el *Gráfico 11*, el cual ilustra las variaciones con respecto al stock a diciembre 2008 se observa que el total de depósitos del sistema no tuvo grandes variaciones, por lo que se infiere que existió una fuerte redistribución. Los grandes perdedores: Citi que perdió un 60% de su posición y Standard que perdió un 30% tras un fuerte salto inicial. Los

ganadores: Banco Francés, Santander, HSBC, Credicoop e Hipotecario, y Standard principalmente en los primeros meses. Es llamativo que todos los bancos privado líderes, los cuales figuran como los principales perdedores de la redistribución al 31 de diciembre de 2009, momento en que el ANSES realiza el primer informe mínimamente detallado de sus activos, son los grandes ganadores del período post- estatización. Estos movimientos nunca fueron publicados ni justificados por la ANSES.

**Gráfico 11. Evolución de la Participación de los Depósitos del Sector Público Sobre Total de Depósitos por Institución**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

## PASES PASIVOS, ¿SUBSIDIO ENCUBIERTO?

El fondo recibido por la ANSES en octubre de 2008 disponía de 3.300 millones de pesos en disponibilidades. En agosto de 2009 podemos estimar que las mismas no son menores a 2.000 millones. La necesidad de la estimación surge a partir de la falta de información oficial ya nombrada, y a la cifra se llega suponiendo que los 10.500 millones de pesos depositados iniciales se encuentran reflejados en los balances analizados. De los mismos sabemos que 8.000 fueron destinados a plazos fijos (como lo detalla el informe de agosto) y el resto lo podemos asumir como “disponibilidades”.

Estas “disponibilidades” depositadas en bancos privados refieren a las llamadas “Cuentas Corrientes Remuneradas”. Las mismas estuvieron vigentes hasta agosto de 2010, cuando fueron prohibidas por el BCRA. Pagaban intereses diarios por depósitos a la vista, siendo los mismos no superiores al 2% TNA (Tasa Nominal Anual)<sup>5</sup>.

Conociendo la gran liquidez disponible en el sistema bancario en el período (dado el nivel de pases pasivos) sabemos que gran parte de los bancos no ha tenido escasez de fondos. Simplemente se estima cual fue la ganancia del sistema bancario privado al colocar los fondos disponibles de la ANSES al 2% TNA (pagado por las cuentas corrientes remuneradas) a una tasa promedio de 11% TNA en pases del BCRA a siete días: la misma alcanzaría los 18,75 millones de pesos mensuales.

<sup>5</sup> Fuente confidencial: BBVA Banco Francés S.A. (no existen estadísticas oficiales publicadas por el BCRA al respecto).

O sea, un organismo estatal (ANSES) deposita fondos a niveles mínimos de remuneración en el sistema bancario privado mientras otro organismo (BCRA) intenta reducir la liquidez del sistema (o en su defecto, colocar un piso a las tasas pasivas) pagando tasas fuertemente mayores. La lógica monetaria de estos movimientos resulta sumamente endeble: dos organismos autónomos actuando cada uno para alcanzar sus objetivos (maximizar beneficios en un caso, esterilizar la liquidez por otro) terminan beneficiando a un supuesto agente privado que a través de la redistribución eficiente de recursos beneficia a toda la comunidad. ¿Existían alternativas? Claramente era posible utilizar la banca pública por parte del ANSES, o simplemente el ANSES podría haber suscripto letras del BCRA, logrando así la esterilización mientras la ANSES obtiene tasas sumamente mayores. ¿Fue una política coordinada? Imposible determinarlo, durante meses la banca privada recibió una transferencia cuasi-directa por parte del estado nacional sin ningún tipo de fundamento teórico, control por parte de otras agencias gubernamentales o informe público alguno. Es de destacar el hecho de que existe gran variedad de activos financieros altamente líquidos (pases del BCRA, fondos comunes de inversión Money market y fondos comunes “t+1”), que permiten manejar la gestión diaria de carteras con escasísimas necesidades de depósitos a la vista.

## **EL ROL MONETARIO Y FISCAL DEL FGS2**

El FGS2 fue creado con un objetivo primordial: la sustentabilidad del sistema previsional de reparto. Así como anteriormente se analizó la racionalidad del sistema de jubilación privada, la capacidad del fondo para concretar estas acciones y las herramientas de las que dispone son de dudosa lógica económica.

Al intentar fundamentar un sistema de distribución de recursos reales a través de la lógica del aumento de los beneficios financieros, nos encontramos frente a una serie de distorsiones, responsabilidades solapadas de las instituciones del sector público e incorrecciones teóricas varias. No solo la valuación de los activos no es real, ya que en caso de tener que venderse los mismos en el mercado su precio caería bruscamente (principalmente acciones, bonos y derivados, que componían el 70% de la cartera original), sino también que al hacer esto o modificar la composición de la cartera se obtienen resultados característicamente buscados por otras instituciones gubernamentales. Al administrar depósitos entre bancos y a diferentes plazos y tasas logra objetivos propios de un banco central, al vender o comprar títulos públicos realiza acciones propias del tesoro del gobierno (pensemos en la diferencia entre emitir un bono para financiar gasto público y la venta de tenencias del mismo por parte del ANSES para financiar pago de haberes, o sea gasto público; en ambos casos se financia el sector público, particularmente el gobierno, a través del incremento del endeudamiento con el sector privado), al financiar proyectos productivos realiza acciones propias de un ministerio de economía, industria o infraestructura, al vender acciones descapitaliza al sector público (similar a una pequeña privatización de activos) y al financiar al sector público distorsiona las pautas del presupuesto nacional.

## CONCLUSIÓN

A raíz de una acción basada en necesidades estructurales del sistema previsional, e impulsada por urgencias coyunturales (crisis financiera internacional), el gobierno dispone de una herramienta con una enorme influencia sobre el sector monetario de la economía, sin embargo la utilización del mismo estaría orientada a fines hipotéticamente previsionales, quedando en un segundo plano las acciones fiscales y directamente descartadas las referentes al efecto monetario / financiero del mismo. Como se ha evidenciado a lo largo del trabajo, la ANSES cuenta actualmente con una gran capacidad de influir sobre los mercados bancarios, tanto con fines estabilizadores como desestabilizadores, de distribución de market share y de apoyo a ciertos tipos de entidades; y sin haber profundizado sobre el tema, se destaca la disponibilidad de enormes masas de activos financieros que podrían influenciar fuertemente en los mercados de valores.

La ausencia de normas claras o marcos regulatorios acerca de la distribución de los fondos entre los diferentes activos e incluso instituciones, deja un margen de discrecionalidad más que amplio en la asignación de los fondos, siendo más difícil aún discernir si el criterio para distribuirlos es basado en los beneficios financieros, el impulso a la industria local, el desarrollo humano de la población, la estabilidad de los mercados o los objetivos políticos coyunturales. Evidentemente tampoco ayuda la casi completa ausencia de información acerca de los movimientos del FGS2 en el período bajo análisis, y cabe preguntarse observando quienes fueron los grandes beneficiarios privados del período, si no se trata de una falta intencionada.

Sin embargo, dadas ciertas características anacrónicas de las instituciones gubernamentales como el BCRA o la ley de entidades financieras por ejemplo, o limitaciones basadas en prejuicios ideológicos o teóricos como la independencia del BCRA basada en concepciones ortodoxas, o la aversión hacia el déficit fiscal por parte de las calificadoras de riesgo, creo acertado tomar el FGS2 como una oportunidad excepcional de realizar acciones de política monetaria / fiscal activas detrás del velo de una supuesta política de previsión social, permitiendo así tender un velo de ortodoxia sobre políticas de corte más progresista. Hasta donde es posible definir institucionalmente los objetivos y límites de su administración sin amputar estas posibles herramientas es un aspecto al cual este estudio no alcanza.

## Bibliografía

- Goodhart , Charles. Revista Económica, New Series. Vol 75. N°300 (Nov 2008). Blackwell Publishing.
- Gaba, Ernesto. *Canales de Transmisión de la Política Monetaria y Cambiaria en Argentina*. Seminario Interno del BCRA. Buenos Aires. Marzo 2006.
- Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín. *Política Monetaria y Cambiaria en Argentina Después del Colapso de la Convertibilidad*. CEPR (Center For Economic and Policy Research). Abril 2007.
- Mishkin, Frederick. *The Economic of Money Banking and Financial Markets*. 7° Edic. Pearson. 2007.
- Keisler, Tedd y Mc Andrews, James. “Why are Banks Holding so Many Excess Reserves”. *Current Issues in Economic and Finance*. Vol 15. N°8. Diciembre 2009.
- Palley, Thomas I. “Accommodationism vs Structuralism: time for an accommodation”. *Journal of Post Keynesian Economy*. Vol 18. N° 4. 1996.
- Lavoie, Marc. *Foundations of Post- Keynesian Economies*. 1992.
- Bofinger, Peter. *Monetary Policy*. Oxford Press. 2001.
- Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth. *Foundations of International Macroeconomics*. The MIR Press. 3° Edic.
- Gigliani, Guillermo. *¿Cuántas variables maneja hoy el Banco Central?* [www.iade.org.ar](http://www.iade.org.ar).
- Ministerio de Economía Argentino. *Informe Económico 2006*.
- Banco Central de la República Argentina. *Informe Sobre Bancos*. Agosto 2008 a diciembre 2009.
- Banco Central de la República Argentina. *Informe Monetario Mensual*. Agosto 2008 a diciembre 2009.
- Fabozzi, Frank J. *The Handbook of Fixed Income Securities*. 5° Edic. Irwin. 1997.
- Superintendencia de AFJP. *Comunicado 300908a*.
- Superintendencia de AFJP. *Comunicado 311008a*.
- Banco Central de la República Argentina. *Norma de ventanilla de liquidez*.
- Poder Ejecutivo Nacional. *Proyecto Oficial de Reestatización de Fondos de AFJP*. Octubre 2008
- ANSES. *Informe: Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen de Reparto*. Noviembre 2008.
- ANSES. *Informe sobre el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)*. Agosto 2009.
- ANSES. *Informe sobre el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) a 1 año de su creación*. Octubre 2009.

# ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b>	2
<b>OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.</b>	3
<b>DESCRIPCIÓN DEL MODELO BANCARIO, CAMBIARIO Y FINANCIERO POST CRISIS.</b>	3
<b>La reforma del BCRA.</b>	3
<i>El Tipo de Cambio Real de Equilibrio Competitivo.</i>	3
<i>El control de Capitales.</i>	4
<i>Las políticas de fijación de cantidad de dinero.</i>	4
<i>El mercado de Pases.</i>	5
<b>Las Reservas y la fuga de capitales.</b>	6
<b>LA ESTATIZACIÓN DEL SISTEMA JUBILATORIO Y LA CREACIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD 2 (FGS2).</b>	7
<b>El Proyecto de Ley.</b>	7
<b>El destino de las inversiones de las AFJPs.</b>	8
<b>Evolución de las principales variables y el potencial impacto de la medida.</b>	9
<i>1. Los mercados de deuda y capital.</i>	9
<i>1.a El impacto sobre el mercado accionari.o</i>	10
<i>1.b El impacto sobre el mercado de deuda soberana.</i>	10
<i>2. La evolución de las tasas.</i>	12
<b>LA EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS DEL SISTEMA BANCARIO Y SU RELACIÓN CON EL FGS2</b>	15
<b>La disponibilidad de información</b>	15
<b>Peso de la cartera Money Market recibida por el ANSES en relación a los agregados monetarios</b>	16
<b>Impacto de la composición de la cartera en el Market Share de los bancos.</b>	17
<i>1. La información transparente y disponible</i>	17



<i>2. La información orientativa</i>	19
<b>PASES PASIVOS, ¿SUBSIDIO ENCUBIERTO?</b>	20
<b>EL ROL MONETARIO Y FISCAL DEL FGS2</b>	21
<b>CONCLUSIÓN</b>	22