

# FONDOS DE PENSIÓN, MERCADO DE CAPITALES Y DÉFICIT PÚBLICO

Jorge E. Bellina Yrigoyen

**RESUMEN:** Con la reforma del sistema de pensiones ocurrida en 1994, la Argentina adoptó un sistema de pensiones mixto, como transición de un sistema de reparto hacia uno de capitalización. El viejo sistema de reparto no podía sostenerse financieramente, y para estar en condiciones de poder afrontar el compromiso de sostener a la clase pasiva se introdujo un régimen previsional privado de capitalización individual, creando las AFJP. Se procuraba así fomentar el ahorro individual a largo plazo, como provisión ante la vejez, y su asignación a los usos más productivos. Para avanzar hacia estos objetivos, se introdujeron cambios en el mercado de capitales para hacer más eficiente su desempeño. Sin embargo, el Gobierno ha logrado captar estos ahorros para financiar sus déficit a través de la colocación de Títulos Públicos en las AFJP. Esto representa, de cara al futuro, un retorno forzoso y encubierto al desacreditado sistema de reparto.

**ABSTRACT:** *Pension Funds, Capital Markets and Public Deficit.*

As a result of the reform of the pension system that took place in 1994, Argentina adopted a mixed pension scheme, as a transition from a distribution system to a capitalization one. The old distribution system had no financial stance, and in order to be ready to confront the commitment of supporting the retired class, a private pension scheme of individual capitalization was introduced, and the AFJP (Associations of Pensions and Widowed Trusts Funds) were created. The aim of this was to encourage long-term individual saving, as a provision for old age, and its allotment to more productive uses. Changes were introduced in the market to meet these objectives and to make its performance more efficient. Nevertheless, the Government has managed to attract those savings to finance its deficits through the issue of Public Securities in the AFJP. This represents, with a view to the future, an unavoidable and under-cover return to the discredited distribution system.

## I - Los fondos de pensión en Argentina

### 1.1 – Antecedentes.

A principios de siglo, en Argentina, el sistema de jubilaciones se concentraba en los trabajadores de la Administración Central y luego se fue extendiendo al sector privado. Se financiaba mediante deducciones salariales y las prestaciones eran proporcionales a los aportes realizados. En esta etapa ya se puede observar al Estado ingeniándose para utilizar los excedentes acumulados a fin de financiar sus déficit.

Luego de la II Guerra Mundial el sistema de provisión social experimentó una masificación, pasándose de un sistema proporcional a uno de reparto, con la particularidad e inconsistencia actuarial<sup>1</sup> de que se seguía manteniendo la vinculación entre las prestaciones y los ingresos obtenidos durante los últimos años de vida laboral.

A medida que se avanzaba sobre la segunda mitad del siglo XX, se agregaron otras dificultades, ya que tanto la evolución de la pirámide poblacional como la del mercado de trabajo fueron deteriorando la rela

---

\* El autor es Licenciado en Economía, docente de Economía en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Centro Latinoamericano y de la Facultad de Ingeniería de la Universidad Nacional de Rosario. Ha realizado investigaciones para organismos públicos, y para instituciones y consultoras privadas, nacionales y extranjeras.

ción activo/ pasivo.

Simultáneamente fueron convergiendo varios hechos que condujeron a la crisis del viejo sistema de reparto. En primer lugar, el sector público se financiaba generando inflación a la vez que colocaba títulos públicos en las cajas de jubilación, con rendimientos inferiores al alza de los precios. En segundo lugar, imperaba el fraude en la administración pública, que se reflejaba en la concesión de beneficios jubilatorios, pensiones, retiros prematuros, voluntarios, etc.; por último, a esto se sumó la rebelión fiscal, a través de la evasión de aportes.

En el país se intentaron diferentes reformas, que buscaban mejorar la eficiencia del sistema, las cuales fracasaron una tras otra en sus intentos de impedir aquellos fraudes (Leyes 18.037, 18.038 y 21.118).

Es así cómo, con la maduración del sistema, pronto hicieron falta otros recursos adicionales, ajenos a los aportes de los trabajadores.

En los años '80 el Banco Central recurrió a la emisión de base monetaria con el fin de cubrir los déficit de las cajas previsionales, a la vez que se implantaron con el mismo fin impuestos específicos (nafta, gas, teléfonos, etc.). Pero todo fue inútil, el Estado ante la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos previsionales y judiciales terminó, a fines de los '80, decretando una Emergencia Previsional, que en los hechos prácticamente significó el repudio de la deuda.

A principios de los '90 el sistema estaba quebrado. Fue dentro de este marco que en octubre de 1993, mediante la ley 24.441, se crea el sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP)<sup>1</sup>.

### 1.1 - Características del sistema

A partir de 1994 en Argentina comienza a funcionar lo que se denomina un "modelo mixto", dentro del cual el sistema público de "reparto" es reformado y pasa a ser un componente del esquema, que se combina con la nueva modalidad de un régimen financiero de "capitalización" plena e individual (CPI).

El sistema público es administrado por el Estado a través del ANSeS, reconoce una pensión básica universal (prestación definida), y tiene un régimen de reparto basado en un principio de solidaridad (intentan-

do garantizar lo establecido por el Artículo 14 bis de la Constitución Nacional). La Prestación Básica Universal (PBU) tenía un carácter mínimo, solidario y redistributivo, se otorgaría a todos los trabajadores que se jubilasen a partir de julio de 1994. El Estado otorgaba asimismo a todos una prestación compensatoria, que reconocía los aportes de años anteriores a la reforma, ya sea que hubiesen optado por el régimen de reparto o el de capitalización. En el caso de que se hubiera optado por el régimen de reparto, se tenía además derecho a una prestación adicional por permanencia.

El sistema público de reparto tenía cuatro fuentes de financiamiento: a) Aportes del empleador, b) aportes del afiliado (trabajador), c) 16 de los 27 puntos correspondientes a los aportes de los trabajadores autónomos, d) impuestos y recursos adicionales que fijase el Congreso.

El componente de capitalización, sea con administración privada o pública, establecía una cotización fija (prima de equilibrio de largo plazo), que alimentaba una cuenta individual del asegurado, cuyos recursos se invertirían capitalizando así sus rendimientos. La administración de estos fondos estaría a cargo de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). En este segmento el monto de los beneficios resultaría variable, por cuanto, cumplidos los requisitos (edad de retiro y tiempo de cotización), el asegurado recibiría una pensión (jubilación ordinaria) en función al monto acumulado en su cuenta individual, su rendimiento a lo largo del tiempo y la esperanza de vida del afiliado. Así, en la determinación de los ingresos jubilatorios incidía el rendimiento financiero, de modo que los beneficios guardaban relación directa con los aportes y sus rendimientos financieros.

El saldo así acumulado podía disponerse, a elección del afiliado, mediante retiros programados o mediante una renta vitalicia. Existiendo la posibilidad de una jubilación anticipada en los casos de montos acumulados muy altos.

En resumen, en este modelo mixto, una parte de los aportes iban al componente público de reparto (uniformado y perfeccionado para solventar el pago de una pensión básica y universal a los contribuyentes); la otra parte se volcaba al componente de capitalización individual para generar una pensión complementaria que se sumaba a la básica. La cotización para la

pensión complementaria podía ser administrada alternativamente por un sistema público de reparto, así, el afiliado conservaba la libertad para optar entre un sistema exclusivamente público o uno mixto. El Estado se comprometía a: a) pagar una pensión asistencial en casos de indigencia, b) encargarse de administrar el componente público, c) regular y supervisar el sistema privado, a través de la Superintendencia de las AFJP.

### 1.1 - Evolución del sistema hasta el año 2000

En un principio el atractivo para atraer un alto número de AFJP y asegurar la competencia fue permitirles cobrar las comisiones, a cada afiliado, no por el stock de montos administrados sino por el flujo de aportes, ya que en los primeros años estos stocks necesariamente debían ser pequeños. El sistema se inició con 24 administradoras, número que fue reduciéndose hasta llegar a ser 12 (a fines del 2000). En cuando al número de afiliados del sistema de capitalización a junio del 2000 era de 8,1 millones, el doble del primer año de operatoria.

No obstante la competencia, las comisiones no bajaron sustancialmente y son muy elevadas en relación a los fondos de pensiones que operan en países

con mercados más competitivos (véase el cuadro 1). Debido a que se cobran algunas comisiones fijas, mientras más bajos son los salarios mayores son los porcentajes de las comisiones sobre el ingreso imponible. El sistema es claramente regresivo. Para un ingreso mensual de \$240 la comisión total es del 3,94% del salario y para un ingreso de \$ 4.800 un 2,79%. Estas cifras son más llamativas si expresamos las comisiones cobradas como porcentaje de la recaudación total, dicha tasa se eleva a un 30%. Es evidente que en este aspecto habría que implementar nuevas reformas para promover mayor competencia.

En cuanto a la concentración del sistema, las cuatro AFJP más grandes concentran el 66% de los fondos que, a diciembre del año 2000, ascienden a 20.382 millones de pesos, es decir prácticamente un 7% del PBI. Según proyecciones de la SAFJP en el 2.010 podrían llegar al 20% del PBI<sup>1</sup>.

Otro interesante proceso que se produjo, especialmente a partir de 1997, es la concentración de la propiedad accionaria de las AFJP en manos de bancos extranjeros como consecuencia de la absorción de bancos locales por parte de los bancos extranjeros, quienes a junio del 2000 poseían el 62% de las acciones. Cuatro bancos concentran la administración del 55% de los fondos (BBVA, Citibank, HSBC y Santander)<sup>2</sup>.

**CUADRO N° 1**  
**COMPARACION INTERNACIONAL DE COMISIONES**

Países	Comisión anual Dólares corrientes	Salario Anual Dólares corrientes	Tasa Porcentaje del salario
Colombia	120	4.284	2.8
Argentina	275	10.332	2.7
Chile	144	6.828	2.1
Uruguay	192	9.312	2.1
Perú	143	4.560	3.1
Gran Bretaña	222	28.056	0.8
El Salvador	126	4.800	2.6
México	69	4.542	1.5
Australia	77	27.600	0.3
Bolivia	19	3.600	0.5

*Fuente: CEPAL, sobre la base de Salvador Valdés. «El tamaño de las comisiones de las AFJP: comparación internacional», Administración y economía UC, N° 36, Pontificia Universidad Católica de Chile, 1999, cuadros 1 y 2. Existen fuentes como el "Clarín- Anuario 2000-2001 que calculan la comisión promedio del sistema en 3,4% del salario.*

## II - Las AFJP y el mercado de capitales

Si bien existe, entre los economistas, amplio consenso en cuanto a que los sistemas de pensiones totalmente capitalizados constituyen reformas que benefician a los jubilados y pensionados, que acrecientan el ahorro, fomentan la formación de capital y el desarrollo económico, es preciso mencionar algunos argumentos que debaten esta cuestión.

Podríamos ubicar en un lado del debate a los economistas del Banco Mundial, quienes en la década pasada proponían mecanismos, obligatorios y preferentemente privados como principales pilares de los nuevos sistemas de pensiones.

Esta propuesta era igualmente válida tanto para los países desarrollados como para los subdesarrollados. En efecto, en los últimos años, existe una fuerte corriente cuya recomendación es que en los países europeos las pensiones del Estado sean reemplazadas, en la medida más amplia posible, por regímenes previsionales privados y de capitalización. Estas iniciativas europeas forman parte de un consenso general, o diagnóstico que comparten los más destacado economistas, en el sentido de que el “Estado Benefactor” es el responsable del lento crecimiento en Europa y que es necesario reducir el gasto de seguridad social para darle nuevo impulso.

Quienes vinculan la inminente crisis de los regímenes públicos de pensiones de Europa con el desarrollo de los mercados de valores en los países emergentes, señalan que a fin de salvaguardar las finanzas públicas, los empleos y el rendimiento, es preciso introducir gradualmente los regímenes de pensiones por capitalización cuanto antes. Se sugiere que para maximizar los rendimientos de estas pensiones privadas y capitalizadas, los países ricos debieran invertir sus activos en los mercados de valores de los países emergentes. El argumento es que el traspaso del dinero de las pensiones de los mercados envejecidos a los emergentes es beneficiar a los países en desarrollo (por intermedio del crecimiento de los mercados de valores y de una mayor afluencia de capital extranjero) y, paralelamente, a los jubilados de las economías «en envejecimiento» (a raíz de tasas de rentabilidad más altas).

Por su parte el Banco Mundial afirmaba que, además de la rentabilidad más alta que obtienen los participantes, un plan de ahorro con administración privada puede favorecer a toda la economía, ya que puede ser parte de una política nacional que fomente nuevas instituciones financieras e intensifique la actividad de los mercados de capitales, mediante la movilización del ahorro a largo plazo y su asignación a los usos más productivos.

El Fomento de los fondos de pensiones privados conduciría a la expansión e intensificación de las actividades de los mercados de acciones y bonos. A su vez, esa evolución elevaría el crecimiento económico por dos vías: a) El aumento de la propensión al ahorro y de las inversiones, y b) mejorando la productividad de las inversiones.

Respecto al aumento de la propensión al ahorro y de las inversiones, la idea es la siguiente: los mercados y los intermediarios financieros llevan a cabo las funciones de selección y monitoreo de los proyectos de inversión, que los individuos interesados considerarían muy antieconómico emprender por sí solos. Estas funciones (selección y monitoreo) ayudan a una diversificación sistemática de los riesgos y permiten que los particulares participen en proyectos de inversión que, de otra manera, tal vez no estarían dispuestos a emprender. De este modo la economía experimenta una tasa de inversión más elevada que la que habría resultado bajo otras circunstancias.

Respecto a la mejora en la productividad de las inversiones, en la medida en que los intermediarios financieros (por ejemplo los bancos) directamente, y los mercados financieros (por ejemplo, mediante el mecanismo de la toma de control), lleven adelante eficientemente estas tareas de selección y monitoreo, es de esperar que ello conduzca a un aumento de la eficacia marginal de la inversión.

Hay que admitir que, aún dentro de esta visión, el efecto del crecimiento de los intermediarios y mercados financieros sobre el ahorro privado de las familias, en teoría, puede jugar a favor o en contra. En efecto, una de las consecuencias de la intermediación financiera es un reparto más eficaz de los riesgos que, según la función de la utilización que tengan los individuos, puede tener un efecto negativo sobre sus ahorros (al sentirse seguros, no ahorran tanto como antes por motivo precaución).

Autores como R. Atje y B. Jovanovic, hallan y plantean un modelo en el que los mercados de capitales (bolsas de valores) ejercen sobre el crecimiento económico un mayor efecto de estimulación que la intermediación financiera de los bancos. Ello en virtud de que se supone que los mercados de valores son más proclives (o conducentes) que los bancos al desarrollo del capital de riesgo y por lo tanto del progreso técnico. A partir de análisis empíricos llegan a deducir que aquellos países que financian más sus inversiones con acciones y en menor medida con deudas tienden a crecer a mayor velocidad por un amplio margen de hasta 2,5% anual<sup>1</sup>.

En una perspectiva opuesta están quienes piensan que los mercados de valores ejercen impactos negativos sobre: a) el horizonte de tiempo de las empresas, b) la competitividad internacional y c) el desarrollo económico. Estos pertenecen a una escuela de pensamiento poco importante en la actualidad, de la cual puede considerarse a J. M. Keynes como su fundador, quien en un pasaje de su Teoría general, observó:

*“Si se me permite aplicar al término especulación a la actividad de preveer la psicología del mercado, y la palabra empresa, o espíritu de empresa, a la tarea de preveer los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren, de ninguna manera es cierto que siempre predomine la especulación sobre la empresa. No obstante, a medida que mejora la organización de los mercados de inversión, el riesgo de predominio de la especulación aumenta. En uno de los mayores mercados de inversión del mundo, como Nueva York, la influencia de la especulación (en el sentido anterior) es enorme. Aún fuera del campo de las finanzas, los norteamericanos son capaces de interesarse demasiado por descubrir lo que la opinión pública cree que será la opinión media; y esta debilidad nacional encuentra su Némesis en el mercado de valores. Se dice que es raro que un norteamericano invierta, como lo hacen muchos ingleses todavía, “para percibir una renta”; y no será fácil que compre un valor redituable si no tiene la esperanza de una apreciación del capital. Esto es sólo una forma de decir que cuando un norteamericano compra una inversión está poniendo sus esperanzas, no tanto en su rendimiento probable*

*como en un cambio favorable en las bases convencionales de valoración; es decir, que es, en el sentido anterior, un especulador. Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal...”<sup>2</sup>*

La tesis básica de la escuela es que, aun con mercados de valores bien organizados y complejos, como los que es dable hallar en los países anglosajones, en la práctica el mercado no cumple nada bien sus funciones de monitoreo, selección y disciplina.

La aptitud del mercado de valores para cumplir bien sus funciones depende decisivamente de la eficacia de dos mecanismos:

**1) El proceso de fijación de precios.** Los precios reales de las acciones en el mundo, si bien pueden ser razonablemente eficaces en el sentido del «arbitraje de información» de Tobin (o sea, cualquier información nueva sobre las acciones del mercado en general se esparce rápidamente a todos los actores), no reflejan valores fundamentales. El precio efectivo de las acciones generado incluso por los mercados plenamente desarrollados, como los de Londres y Nueva York, a menudo está dominado por los especuladores, por caprichos y manías, y no es por lo tanto eficaz según el sentido de Tobin de «evaluación fundamental». Existen también evidencias de que, tal como lo señalaba Keynes, los inversionistas prestan exagerada atención a los acontecimientos del cercano plazo y, en consecuencia, no tienen horizontes temporales largos, es decir emerge un «cortoplacismo» en el mecanismo de determinación de los precios

**2) El mecanismo de toma del control.** Aquí cabe hablar de los fallos del mercado en el proceso de toma del control. Puede argumentarse que, en el mercado, la selección de una empresa con miras a tomar su control no tiene lugar simplemente sobre la base de la eficiencia (medida, por ejemplo, según los *ratios* de rentabilidad o la valuación del mercado accionario) sino también, y esto es muy importante, sobre la base del

tamaño. *Ceteris paribus*, una corporación grande y relativamente improductiva tiene, una probabilidad mucho menor de que tome control de ella otra sociedad pequeña y mucho más lucrativa. A su vez, una empresa grande puede hacerse inmune a las tomas de control, haciéndose todavía mayor mediante el proceso mismo de toma de control. Además de este efecto perverso del mecanismo regulador de la toma de control, se puede decir que son precisamente estas tomas de control las que contribuyen significativamente a la miopía del mercado.

De acuerdo a esta perspectiva, puede pensarse que ni siquiera los mercados de valores bien organizados y complejos, como los de Estados Unidos y el Reino Unido, pueden desempeñar bien sus funciones de regulación y repartición de capitales. Por lo que en los países en desarrollo la situación podría ser aún peor, en lo que concierne a los aspectos mencionados. Esto sería así ya que en estos países no se han desarrollado suficientemente las normas contables, o no poseen un número suficiente de empresas privadas y de organismos públicos que reúnan y difundan información (en la cantidad y con calidad que encontramos en los países avanzados). Por lo tanto aquí estaría una de las razones de porqué en los mercados emergentes el precio de las acciones es más inestable y tiende a ser dominado por los rumores y la especulación. Cabe agregar otra dificultad: existen de pocas empresas lo suficientemente prestigiosas, acreditadas y de larga trayectoria para que el mercado accionario pueda evaluar razonablemente sus perspectivas de largo plazo.

Otro argumento con respecto a la relación entre finanzas e industria, industrialización y crecimiento económico de largo plazo, es que el principal punto débil de un sistema de mercado de valores es que provee al inversionista individual una liquidez mas o menos fácil e inmediata<sup>3</sup>. Esta «liquidez» significa que el inversor no necesita tener ningún compromiso respecto del futuro de la empresa en un horizonte de largo plazo. En contraste, los sistemas financieros dominados por los bancos, están en mejores condiciones de garantizar a sus clientes (las empresas) ese compromiso financiero de largo plazo.

Por último, en un sistema de mercado accionario

cada pequeño inversor individual carece normalmente de incentivos y capacidad para reunir la costosa información destinada a supervisar y disciplinar a los directores de las grandes corporaciones sometidas a un control de gestión. Por el contrario, en el caso de los bancos, lo típico es que tengan alicientes y la capacidad necesaria para subordinarlos a una muy estricta supervisión.

Por estos motivos cabe esperar que estos mercados presenten una volatilidad mucho mayor que los de los países avanzados. Bajo estas circunstancias, puede decirse entonces que, las funciones de monitoreo, evaluación y reglamentación de los mercados de valores pueden cumplirse mejor y más eficientemente por la vía de intermediarios financieros pertenecientes a la banca.

Llegados a este punto vemos que la aseveración de que existe una inequívoca y positiva relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico está sujeta a debate.

Esta discusión no carece de importancia desde que volatilidad del mercado de valores está fuertemente vinculada al bienestar económico. Como sabemos los precios de las acciones tienden a fluctuar más que otras variables económicas, aun en los mercados de valores más desarrollados. Un alto grado de volatilidad representa una característica negativa, por que puede desestabilizar a todo el sistema financiero y además, impide que el precio de las acciones funcione como guía para la asignación de los recursos. Además, las fluctuaciones del mercado de valores pueden elevar el costo del capital para las empresas, en la medida en que desalienten a los ahorristas e inversores que tienen aversión al riesgo.

En los hechos, resulta fácil observar que los mercados de capitales de los países en desarrollo exhiben una volatilidad mucho mayor que los de las economías avanzadas.

Desde el punto de vista teórico, el problema de la volatilidad del mercado de valores es importante por los distintos efectos que puede tener la adopción de un mercado bursátil o un sistema financiero en base a entidades bancarias sobre la protección social. Según el sistema que se elija, serán distintos los riesgos que corren los montos de las pensiones que los jubilados esperan recibir.

Se puede discutir pues lo concerniente al reparto

de los riesgos a lo largo del tiempo. En este caso los modelos económicos formales (Allen y Gale) sugieren que los sistemas fundados en entidades bancarias son mucho mejores que los sujetos al mercado de valores; por otro lado, estos últimos son superiores en lo que respecta al reparto de los riesgos en el espacio (por la diversificación).

Se puede argumentar que, a causa de sus obligaciones de largo plazo, los fondos de pensión tienden a comportarse de modo más conservador, similar a los bancos, y no como especuladores cortoplacistas cegados por la liquidez.

Si bien es cierto que la propiedad institucional compartida debiera conducir a una maximización a largo plazo del valor de las acciones y a un «capital paciente», a causa de las particulares características estructurales de incentivos en la administración institucional de las AFJP, puede prevalecer la situación opuesta.

En efecto, por el hecho de que la administración de las AFJP es una actividad sumamente competitiva, el desempeño de sus directores se evalúa cada vez más sobre la base de resultados de corto plazo. Esto conduce a gran número de transacciones accionarias y a la aceptación de ofertas de tomas de control sobre la base de ganancias financieras obtenidas a corto plazo, en lugar de una lógica empresarial con horizontes de largo plazo.

El patrón de comportamiento arriba citado se vincula con el fenómeno conocido como «resultado final asimétrico». Al respecto se dice que existen fuertes motivos para que los administradores de los fondos se conduzcan igual que el «rebaño»: quien decida no seguir al «rebaño» y adopte políticas de inversión equivocadas cuando las del rebaño han sido las correctas, puede sufrir severas sanciones (podría perder su puesto). Por otro lado, si el rebaño es quien ha cometido el error y el gestor de los fondos quien ha acertado, el resultado final es menos trascendente (cobrar generalmente la forma de un premio, ascenso o un aumento de sueldo). Por lo tanto, frente a la perspectiva de una ganancia inmediata en el mercado de valores, a causa de una «situación de toma de control», los administradores de los fondos serán proclives a aceptarla y no a rechazarla.

A las aparentes ventajas que, en teoría, tienen los sistemas de pensiones basados en entidades banca-

rias en comparación a los sistemas asentados en el mercado de valores, puede alegarse una objeción: los sistemas bancarios tampoco están exentos de fallos, en especial en los países subdesarrollados. Hacemos referencia a la corrupción de los gobiernos y «el capitalismo amiguista», que lleva a desviar recursos financieros hacia ciertos individuos y familias con conexiones políticas en lugar de usarlos para promover el desarrollo industrial de largo plazo. Pertenecen a este tipo de fallas: 1) alianzas entre la industria y las entidades financieras, que pueden conducir, y a veces lo hacen en la práctica a posiciones monopolizadoras en los mercados de productos, que impiden la entrada de nuevas empresas, trabando así un desarrollo industrial eficaz; 2) una imprudente o inadecuada regulación de los bancos por parte del gobierno, que ponga en peligro la integridad del sistema financiero en su conjunto.

Más allá de la discusión precedente, lo cierto es que el auge de los mercados bursátiles en los años 80 y 90 ha sido una real fuente de nuevo financiamiento para la expansión empresarial en muchos países en desarrollo. Sin embargo, es importante conocer si en estas economías el rápido crecimiento de los mercados de valores ha conducido a un aumento del ahorro agregado. O lo sucedido es simplemente la sustitución de una forma de ahorro (en el banco o mediante la adquisición de bonos del Estado) por otra (compra de acciones de sociedades anónimas en el mercado bursátil). O peor, pudo ocurrir que los mayores ahorros generados por el sistema de pensiones basado en la capitalización hallan servido sólo para financiar el desahorro de los gobiernos.

Lo cierto es que hay escasas pruebas de que en los países en desarrollo se haya producido un aumento del ahorro agregado como resultado de la expansión de los mercados de valores o de una mayor actividad en los mismos en materia de nuevas emisiones. Lo que sí ha ocurrido es que creció la posibilidad de atraer ahorros del exterior. En los países emergentes existe un vasto campo para que los fondos de pensiones de las naciones avanzadas diversifiquen su cartera de inversiones.

Se podría esperar que, en la medida en que se produzca una mayor integración de los mercados de capitales mundiales (entre los mercados bursátiles de países emergentes y los de países desarrollados)

llados), los movimientos de los precios de las acciones alcancen una correlación más grande y su efecto sea una menor volatilidad de las acciones.

Sin embargo, de abolirse hoy los controles sobre los flujos el capital se hace la economía nacional mucho más vulnerable tanto a las fluctuaciones macroeconómicas internacionales como a la huida de capitales. Por otro lado, las realimentaciones desestabilizadoras entre los mercados financiero y monetario, hacen muy complicada la tarea de gestión del tipo de cambio, y, por ende, de la inflación. *Ceteris paribus*, la volatilidad del mercado bursátil puede acarrear efectos adversos sobre el total de inversiones en la economía. La huida de capitales es esencialmente una consecuencia de la inestabilidad financiera y macroeconómica; a la vez que exagera esa inestabilidad.

Como respuesta a estos inconvenientes podemos afirmar que en un mercado bursátil donde abunden inversores institucionales de peso, estos podrían prestar una buena ayuda puesto que su presencia reduciría la volatilidad, reduciendo la inestabilidad financiera y la fuga de capitales.

### III - Efectos en la evolución del mercado de capitales argentino

Aunque el período transcurrido desde la aparición de las AFJP es breve, hay evidencias de que el nuevo sistema ha coadyuvado a la profundización del mercado de capitales doméstico. Como sabemos no

existe en este campo una única relación causa efecto, pues existe otras influencias que han colaborado en este proceso, entre las que podemos destacar los importantes cambios regulatorios del propio mercado, a partir de 1992<sup>4</sup>. Otros dos factores que con seguridad tuvieron gran influencia en la evolución del mercado de capitales argentino fueron: a) El contexto internacional, especialmente las crisis financieras de México (1995), sudeste asiático (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999), y b) el plan de convertibilidad y la estabilidad de precios.

Tomando en cuenta todas estas influencias, lo concreto es que el nivel de capitalización del mercado de capitales, es decir el valor de mercado de la totalidad de las acciones autorizadas a cotizar, ha ido creciendo desde 1992 tanto en valores absolutos como en porcentaje del PBI. Otra característica saliente es la importancia que han estado adquiriendo los inversores institucionales tales como las AFJP y las Compañías de Seguros. La consecuencia de este fenómeno es el favorecer la estabilidad y liquidez del mercado, ante la volatilidad de las inversiones de cartera de residentes extranjeros durante las crisis financieras. Entendemos, a este respecto que, a consecuencia de los límites máximos y a la reducida cantidad de fondos que pueden tener en forma líquida, las AFJP están obligadas a adquirir permanentemente títulos valores. Se ha observado además que estas instituciones han tenido preferencia por volcar sus operaciones al MAE y hacia los depósitos a plazo fijo, y en menor medida en el Merval.

CUADRO N° 2

Año (al 31 de Dic)	Acciones (millones de \$)	Capitalización (% del PBI)
1992	18.613	8,10
1993	44.011	18,61
1994	36.867	14,32
1995	37.780	14,64
1996	44.670	16,41
1997	59.239	20,23
1998	45.292	15,19
1999	83.879	29,65
2000	165.802	58,15

Fte: Elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional de Valores y el Ministerio de Economía.



Sin embargo una característica preocupante es el hecho de que, a Diciembre del 2000, la mayor parte de las colocaciones (cerca del 70%) de cartera de las AFJP están en instrumentos que no representan inversiones directas en capital real. El 55% de la cartera de las AFJP está constituido por títulos públicos (que financian consumo público), y un 13% que si bien esta constituido por acciones no representan necesariamente ampliaciones de capital.

Esta estrategia inversora de las AFJP no sólo se debe a una natural política conservadora, en medio de reiteradas crisis financieras internacionales, sino a que también en gran medida ha sido inducida por el propio gobierno, con la clara intención de financiar sus crecientes déficit en el Sistema Nacional de Seguridad Social. Para lograr este efecto se establecieron dos incentivos: A) Los Títulos Públicos Nacionales tienen una gran versatilidad a la hora de armar posiciones en cualquier bono disponible en el mercado, ya que carecen de restricciones en cuanto a los porcentajes que se pueden tener de cada uno de ellos. B) Las AFJP pueden declarar sus tenencias en Títulos Públicos como “valores negociables” o “a vencimiento”. En el primer caso los bonos se valúan a precio de mercado y pueden negociarse en cualquier momento. En el segundo caso, la valuación resulta de distribuir linealmente la diferencia entre el precio del bono, al momento de su adquisición, más los intereses que

devenguen diariamente y su valor técnico a lo largo de su vida remanente. En este último caso, al no valuarse a los precios de mercado, su variabilidad se reduce y por lo tanto en períodos de crisis financieras (como las de México, sudeste asiático, Rusia y Brasil), su demanda es muy alta.

Qué podemos esperar de esta tendencia. La respuesta es: un regreso velado y forzoso al sistema de reparto.

En los hechos se está forzando un nuevo pacto intergeneracional pues, quienes hoy aportan a sus planes privados de pensión, para poder cobrar sus beneficios deberán esperar que los futuros contribuyentes paguen rigurosamente más impuestos, solo de este modo será posible que el Estado cumpla los compromisos que está asumiendo en el presente con las AFJP. Esto es así ya que todos los recursos que el Estado detrae se destinan al consumo público y no a inversiones productivas que permitan pagar en el futuro la cuantiosa deuda.

Por otro lado el gobierno podría repudiar parte de sus deuda a través de una devaluación, en este caso el valor de los títulos de las AFJP, valuados en pesos, se depreciaría.

Vemos así que la precaria posibilidad de cobrar cuando seamos ancianos dependerá de el buen cumplimiento de los futuros contribuyentes y de que el gobierno honre la convertibilidad.

## NOTAS

<sup>1</sup> BELLINA YRIGOYEN, Jorge E. “Análisis económico de los planes de jubilación públicos” en *Invenio* N°3, junio de 1999, Rosario, pp. 83-85. Aquí puede leerse cuáles son las condiciones de equilibrio financiero en un sistema de reparto.

<sup>2</sup> RUIZ-TAGLE, Jaime. *Reformas a los sistemas de pensiones en los países del Mercosur y Chile*. Santiago de Chile, PROSUR, Agosto 1999. Documento Preliminar.

<sup>3</sup> CALVO, Roberto y otros “El régimen de capitalización a 6 años de la reforma Previsional”, *SAFJP*, Buenos Aires, Dic 2000.

<sup>4</sup> “Serie de Estudios Especiales n°4”, *SAFJP*, Buenos Aires, Julio 1998.

<sup>5</sup> ATJE, Raymond and JOVANOVIC, Boyan. “Stock Markets and Development”, *European Economic Review* 37: 632-640.

<sup>6</sup> KEYNES, J. M. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica, 1992, pp. 144-145. (El subrayado es nuestro).

<sup>7</sup> Sin embargo, los defensores del mercado de valores consideran que esto constituye una ventaja: «Proporciona al cliente la posibilidad de tener al instante la liquidez que quiera en cualquier momento del día o de la noche».

<sup>8</sup> Entre los cambios regulatorios más importantes se destacan: 1992: Nuevo régimen para los fondos comunes de inversión; autorización para la negociación de acciones en dólares; establecimiento del carácter obligatorio de la calificación de riesgo respecto de los valores de deuda y como requisito para la oferta pública la presentación a la CNV de dos calificaciones de riesgo; deber de informar las modificaciones en las tenencias de acciones de los principales accionistas; 1993: Se establecen las obligaciones que deben observar quienes intervienen en el ámbito de la oferta pública, y que las sociedades calificadoras de riesgo tienen que publicar la metodología de calificación utilizada para evaluar los instrumentos; 1994: Se reglamenta la Ley de los Fondos Comunes de Inversión; se determina que las AFJP pueden transar sus títulos en los mercados de valores y en el MAE y que deben informar discriminadamente qué inversiones fueron realizadas; 1995: Leyes de Financiamiento la Vivienda y la Construcción y la de Concurso de Quiebras; se autoriza a las AFJP adquirir On emitidas por Pymes; 1996: Establecimiento de un sistema para la emisión, colocación, negociación y liquidación de los instrumentos de deuda pública destinada al mercado local, incorporando la figura de los “creadores de mercado” que participan en la colocación primaria y la negociación secundaria de los mismos. 1997: Se reglamentan los CEDEAR, se mejoran las normas complementarias para la calificación de activos para inversores con FJyP y se les permite a las AFJP invertir en fideicomisos financieros.