



 **realidad
económica**

Nº 368 • AÑO 54

16 de noviembre al 31 de diciembre de 2024

ISSN 0325-1926

Páginas 73 a 110

POLÍTICAS Y GESTIÓN DEL FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD

Autonomía estatal, deuda soberana y fondos de pensiones en la Argentina (2008-2022)*

Ignacio Gomar Bau**

* Gran parte de la investigación realizada fue llevada a cabo gracias al auspicio de una beca estímulo UBACyT dirigida por Pilar Arcidiácono (Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de la Universidad de Buenos Aires (UBA-CONICET)) y Luisina Perelmiter (UBA-CONICET) en el marco del Grupo de Estudios sobre Derechos Sociales y Políticas Públicas (DSPP). Una versión extendida de este trabajo fue presentada como monografía final para el seminario "Carácter Social de los procesos económicos" de la Cátedra Schorr (Facultad de Ciencias Sociales (FSOC-UBA)), a cuyo cuerpo docente debo sucesivas correcciones y devoluciones que apuntalaron la calidad teórico-metodológica del trabajo.

** Licenciado en Sociología por la UBA, maestrando en Sociología Política en la Escuela Interdisciplinaria de Altos Estudios Sociales por la Universidad Nacional de San Martín (IDAES-UNSAM). Docente del Ciclo Básico Común de Ciencia Política (CBC-UBA) y becario UBACyT para estudiantes de grado dentro del Grupo de Derechos Sociales y Políticas Públicas, Instituto Ambrosio Gioja, Av. Figueroa Alcorta 2263 (C1425CKB), 1º piso, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina, ignaciogomar1@gmail.com.

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: mayo de 2024

ACEPTACIÓN: octubre de 2024



Resumen

El siguiente artículo se propone una historización de la política desplegada por los sucesivos gobiernos de la Argentina a través del fondo público de pensiones desde su constitución en 2008 y, especialmente, desde la anexión de los fondos de las administradoras privadas en 2009 y hasta 2022. En un contexto global en el que los fondos soberanos asumen un creciente protagonismo en los mercados de capitales, nos parece relevante indagar en el papel del fondo público de pensiones en la economía nacional argentina, especialmente en un período atravesado por el estancamiento económico, la caída del ingreso medio y el endeudamiento externo insustentable. Investigaremos los distintos instrumentos financieros del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, su relación con la economía nacional y el modelo de acumulación imperante en el período analizado. Como objetivo general, nos interesa realizar algunas conclusiones respecto del aporte que el control de un capital equivalente al 10% del PBI argentino pudo o puede realizar con el objetivo de que un gobierno nacional aumente sus márgenes de autonomía y presión respecto de otros factores de poder.

Palabras clave: Fondos de pensión – Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSES – Deuda soberana – Empresas con participación estatal – Autonomía estatal

Abstract

State autonomy, sovereign debt, and pension funds in Argentina (2008-2022)

This article aims to provide a historical analysis of the policies implemented by successive Argentine governments through the public pension fund since its establishment in 2008, particularly following the annexation of private pension administrators' funds in 2009, up to 2022. In a global context where sovereign funds are playing an increasingly prominent role in capital markets, it is relevant to examine the role of the public pension fund in Argentina's national economy, especially during a period marked by economic stagnation, declining average income, and unsustainable external debt. We will analyze the various financial instruments of the Sustainability Guarantee Fund (Fondo de Garantía de Sustentabilidad, FGS), its relationship with the national economy, and the prevailing accumulation model during the period under study. Our overarching objective is to draw conclusions regarding the contribution that controlling capital equivalent to 10% of Argentina's GDP could or can make toward increasing a national government's autonomy and leverage relative to other power factors.

Keywords: Pension funds – ANSES Sustainability Guarantee Fund – Sovereign debt – State-owned enterprises – State autonomy

Introducción

El Fondo de Garantía de Sustentabilidad (en adelante FGS o “el fondo”) es un fondo público de pensión creado en el año 2007 y expandido con la estatización del régimen privado de capitalización y su incorporación a un único régimen público de reparto en 2008. Sus autoridades dependen del poder ejecutivo nacional, y su decreto de creación establece como su “fin prioritario” que los beneficiarios del sistema no sean una variable de ajuste macroeconómico (Decreto 2103/2008: 2). Si bien esta salvaguarda de los haberes es, en el mejor de los casos, una institución aspiracional, el FGS se ha vuelto un aparato clave para la comprensión del funcionamiento del sector público en la Argentina. A pesar de los múltiples controles sociales y límites institucionales a los que está sujeta su administración, la ausencia de objetivos financieros explícitos (más allá de su autopreservación), la diversidad de instrumentos disponibles para cumplirlos, y el volumen mismo del fondo (c. 10% del PBI), han vuelto el FGS una de las fuentes primordiales de gobernabilidad para sus sucesivas administraciones.

Tanto organismos internacionales como organizaciones de la sociedad civil y universidades han puesto bajo la lupa la sustentabilidad del sistema previsional argentino y el comportamiento del FGS, dando sus veredictos sobre los desafíos y caminos posibles para sortearlos. Mientras que para algunos el FGS debe ser un instrumento para la previsión con la que los “aportantes al sistema” deben poder contar (Bertranou *et al.*, 2011: 149), y para ello es fundamental una cartera diversificada y con disponibilidades (Fundación Nuevas Generaciones, 2019), en otro caso se hace más hincapié en la necesidad de que el FGS pueda ser un instrumento de injerencia en la dinámica económica, abogando por un delicado equilibrio entre la “turbulencia” que supone mucha participación en sociedades estratégicas y la previsibilidad propia de un fondo de pensión (Almeida Gentile, Jara Musuruana y Tessmer, 2018: 13).

Entre los trabajos académicos que centran su mirada en el FGS, algunos lo enfocan como actor en la economía en el marco más general de la intervención estatal y la rentabilidad empresarial. Sin embargo, su interés en instrumentos diferentes de la cartera del fondo los lleva a conclusiones divergentes. Mientras que Barraza, Rossi y Ruzzier (2018) se centran en estudiar el riesgo que implica para las sociedades la participación del FGS en sus patrimonios, Carpinacci (2019) concentra su tesis en la asociación público-privada en proyectos de infraestructura, sosteniendo que podría ser positiva al garantizarles a los inversores privados la continuidad de los contratos. Otros, como Calcagno (2020) o Minoldo y Pelaez (2020), se concentran en el estudio del problema de la sustentabilidad y financiamiento del sistema previsional y observan que no se registran aportes del FGS a la caja de ANSES con la finalidad de pagar prestaciones.

Esta última observación cobra relevancia a la luz de la comparación entre el Government Pensi3n Fund Global (GPFG) de Noruega y el FGS sobre la que trabaja Salvatierra (2022). Una de las principales diferencias entre los fondos soberanos de maximizaci3n del capital –como el noruego– y un “fondo de pensiones no tradicional” (2022: 142) –como el FGS– es que este 3ltimo tiene afectaciones espec3ficas para cuya cobertura necesita liquidez. Ahora bien, m3s all3 de lo estipulado normativamente, ha habido varios momentos en los cuales el FGS pudo ser utilizado para cubrir un d3ficit transitorio del sistema, pero se prefiri3 recurrir o bien a aportes del Tesoro (Minoldo y Pelaez, 2020) –del cual el propio FGS es un importante acreedor– o bien a reformas del c3lculo de haberes que minaron su valor real (CEPA, 2020, 2023). Seg3n Salvatierra, la existencia, pues, de opciones a agotar antes de recurrir a las rentas del FGS permitir3a acercar su manejo al de un t3pico fondo soberano.

Ante la ausencia de trabajos que hagan un an3lisis pormenorizado del FGS m3s all3 del sistema previsional, nos interesa estudiarlo como instrumento para la expansi3n de la gobernabilidad en un momento hist3rico en el que la capacidad de los Estados nacionales de occidente para sustentar la redistribuci3n progresiva del ingreso en recaudaci3n impositiva, y para controlar el proceso de acumulaci3n del capital, se encuentra crecientemente limitada (Giddens, 2000; Castel, 1995). Nuestro inter3s sobre el problema de la capacidad estatal aut3noma deriva de la tesis central de Tilly (2019) –legado de alguna manera de las lecciones de Durkheim

(2020) sobre el Estado– que sostiene que ninguna sociedad política puede democratizarse sin un estado capaz de alterar la distribución de los recursos, actividades y relaciones sobre un territorio, así como las relaciones entre esas distribuciones (Tilly, 2019: 173) con relativa autonomía de otros grupos de poder menos sujetos al escrutinio público y con intereses de dominación-extracción de un plazo más corto sobre la población.

En el contexto latinoamericano, la cuestión de la capacidad estatal es central en buena parte de las ciencias sociales. El carácter desequilibrado o heterogéneo de las estructuras productivas de los países latinoamericanos, así como su excesiva concentración y extranjerización, ha sido un diagnóstico ampliamente aceptado por los estudios de la región (Pinto, 1970; Diamand, 1972; Cardoso y Faletto, 1977). Igualmente, se ha reconocido que sus efectos en el desarrollo productivo y la desigualdad social han afectado la calidad institucional de los sistemas políticos democráticos en el subcontinente (Brinks, Murillo y Levitsky, 2021; O'Donnell, 1993), así como la capacidad de sus Estados para desarrollar un aparato fiscal robusto y para definir y sostener un patrón de acumulación de manera autónoma (Cárdenas, 2010). Más aun, se ha señalado que esta situación ha posicionado a los países centrales y los sectores más rentables de la economía como actores de veto frente a iniciativas sociales o estatales de transformación de la estructura productiva y de extracción más progresivas, fomentando también la contracción de deuda soberana con fondos de inversión crecientemente concentrados y organismos multilaterales de crédito (Ferrer,1998).

En la Argentina, luego del ocaso del modelo agroexportador, el capital vinculado con el sector de ventajas comparativas ha logrado retener un poder de veto difícil de contestar gracias a su capacidad para cuasimonopolizar la generación de divisas (Portantiero, 1977). Más aun, en un momentos en que la clase dominante ha logrado llegar al Estado, como en muchos de los gobiernos autoritarios del siglo pasado, y ha procurado reescribir las reglas de juego a su favor (Villarreal, 1985) con tal éxito que incluso los más importantes reformismos posteriores (1990; 2003-2011) no se ha podido revertir e incluso –por acción y omisión– se ha profundizado un “modelo de acumulación” (Schorr y Wainer, 2017) tendiente hacia una sostenida reducción del precio de la mano de obra (salario real) funcionalmente posible gracias a “la consolidación de un patrón productivo orientado al

complejo agrominero, exportador y altamente extranjerizado” (Constantino y Cantamutto, 2014).

A pesar de las marcadas discrepancias en cuanto a los proyectos económicos desplegados y defendidos por las diferentes administraciones –y si bien el periodo 2003-2007 mostró algunas rupturas importantes en cuanto a la distribución del ingreso y los sectores protagonistas del crecimiento económico– la bibliografía especializada no apunta notables rupturas en cuanto al perfil productivo del país, ni cambios sustanciales en las condiciones de reproducción del capital o las fracciones de las clases dominantes (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011; Porta, Santarcangelo y Schteingart, 2017).

En este marco nos proponemos estudiar la manera en que el FGS ha sido empleado como instrumento de mayor capacidad estatal, así como de mayor autonomía de los gobiernos de turno frente a otros poderes del sector público nacional, los gobiernos provinciales y el poder económico, entre los años 2007 y 2022 (último año del cual pudimos completar todas las series al momento de la redacción). Haber resaltado inicialmente su relativa flexibilidad legal y el volumen de su capital nos invita a indagar sobre la relación entre las políticas del FGS y las dinámicas de acumulación suscitadas en la última década, y a preguntarnos si los usos que los distintos gobiernos hicieron de él tuvieron el efecto de mejorar su autonomía relativa respecto de otros actores sociales (con especial énfasis en el poder económico) o si, por el contrario, el fondo siguió la dinámica del modelo de acumulación imperante, favoreciendo sus patrones.

Para responder estos interrogantes presentaremos los principales resultados sobre la política desplegada desde el FGS y su relación con los desafíos coyunturales y los modelos económicos de sus administraciones entre 2007 y 2022. Finalmente, sacaremos en limpio las principales conclusiones que decanten de ello. Nuestra hipótesis, al momento previo de analizar detalladamente los datos del trabajo, es que el empleo del FGS se dirigió hacia el mejoramiento del desarrollo de la infraestructura nacional, pero que igualmente, quince años después de su creación, no se ha logrado desencadenar un ciclo virtuoso –o al menos estable– en la economía nacional, probablemente debido a los empleos de corto plazo a los que está sujeto, así como a los vetos contra los que choca.

Para el análisis se seleccionaron variables a partir de la conceptualización de “modelo de acumulación” y de la bibliografía especializada en economía política y el FGS. El enfoque será histórico-comparativo por lo que, en ocasiones, nos remitiremos a momentos del tiempo fuera del periodo de análisis, buscando dar cuenta del sentido que tiene el empleo que se hizo del fondo para nuestros objetivos, así como de los principales cambios que se observan en las series históricas de las variables elegidas. El objetivo primario será discernir el sentido de la política desplegada desde el FGS y su relación con la acumulación de poder político autónomo por los gobiernos nacionales.

La principal fuente ha sido el conjunto de los informes del FGS (publicados entre 2008 y 2022 con frecuencia mensual, bimestral o trimestral), del que hemos consistido series de tiempo (en la medida en que la coherencia entre gestiones nos lo ha permitido) de las principales variables a analizar. Accesoriamente, hemos incorporado variables de la macroeconomía nacional y recopilado las normativas que fijaron y reformaron los objetivos y límites del FGS, así como artículos periodísticos que nos ayudaron a dar sentido a las inflexiones.

Resultados generales

Inicialmente el fondo estaba valuado en unos 6,5 miles de millones de dólares (U\$MM) y, como muestra la tabla 1, representaba el 1,8% del PBI. Pero el FGS, tal cual se encuentra conformado hoy en día, es producto fundamentalmente de la estatización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Una vez incorporados estos fondos, el FGS totalizó su nuevo piso histórico de U\$MM 35,7 (10,7% del PBI), monto que aumentaría sin techo hasta el año 2016, donde, como veremos sufrió una caída del 9%. Desde entonces muestra una tendencia de bruscos altibajos de los que más adelante intentaremos dar cuenta.

Durante el periodo analizado, el peso del FGS en el PBI fue más bien estático, de entre el 8,1% en 2022 y el 10,7% del PBI entre 2009 y 2020, cuando los efectos de la crisis financiera del 2008 y del aislamiento preventivo frente a la pandemia contrajeron la producción nacional de manera notable. Efectivamente, si contrastamos la variación del volumen del FGS con la del PBI y del tipo de cambio, en general, se observa que el fondo se comporta más bien como variable dependiente respecto

Tabla 1.

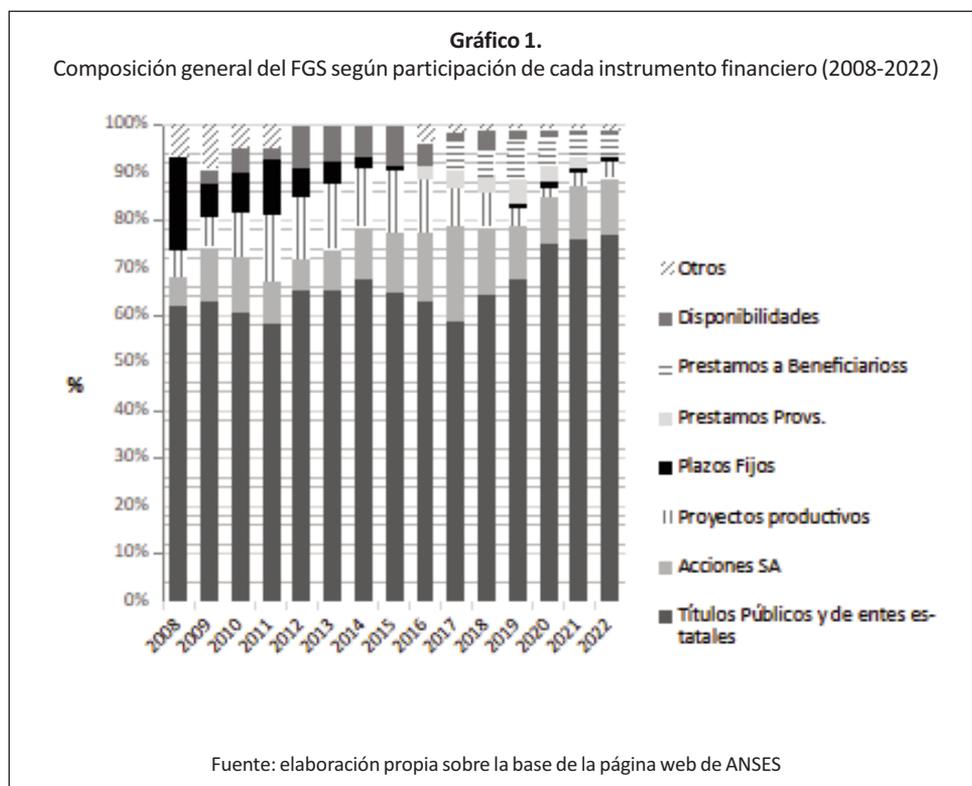
Volumen del FGS (2008-2022). En millones de dólares. Variación interanual, y volumen como % del PBI, variación del PBI y del tipo de cambio real multilateral

Año	Valor promedio anual	Δ FGS	FGS/PBI (BM)	Δ PBI	Δ TCRM
2008	\$ 6.561,49	-	1,8%	-	-
2009	\$ 35.708,60	444 %	10,7%	-5,90 %	-1 %
2010	\$ 39.824,43	12 %	9,4%	10,10 %	-10 %
2011	\$ 45.846,82	15 %	8,6%	6,00 %	-7 %
2012	\$ 48.422,48	6 %	8,9%	-1,00 %	-14 %
2013	\$ 51.505,14	6 %	9,3%	2,40 %	-4 %
2014	\$ 52.745,63	2 %	10,0%	-2,50 %	-18 %
2015	\$ 56.391,40	7 %	9,5%	2,70 %	14 %
2016	\$ 51.261,14	-9 %	8,6%	-2,10 %	14 %
2017	\$ 61.825,25	21 %	9,2%	2,80 %	-6 %
2018	\$ 49.041,02	-21 %	9,4%	-2,60 %	24 %
2019	\$ 44.285,94	-10 %	9,1%	-2,00 %	11 %
2020	\$ 40.800,50	-8 %	10,7%	-9,90 %	-3 %
2021	\$ 49.493,50	21 %	10,1%	10,40 %	-4 %
2022	\$ 50.830,67	3 %	8,1%	5,20 %	-17 %

Fuente: elaboración propia sobre la base de la página web de ANSES y del Banco Mundial

del PBI y del tipo de cambio real multilateral (TCRM). Así, y dado el peso relativo creciente de los títulos en moneda local, las bruscas devaluaciones de la moneda nacional tienden a afectar el volumen del fondo, como es el caso de 2016, 2018 o 2019. De manera análoga, por el peso que tienen allí las acciones en sociedades anónimas, como veremos más abajo, el FGS es muy sensible a las crisis productivas, como la desencadenada durante el 2020 por la pandemia de covid-19.

En el gráfico 1 podemos observar que su composición general, a pesar del brusco salto de volumen entre 2008 y 2009, no ha cambiado significativamente. A simple vista, se ve que sus principales inversiones han sido siempre los títulos públicos (deuda soberana fundamentalmente, pero también de Estados provinciales y entes estatales), aunque sufren un interesante descenso entre 2014 y 2017, para luego alcanzar sus máximos históricos del 2020 en adelante. Se ve también cómo los depósitos en plazo fijo se reducen hasta desaparecer en 2016, y que las



inversiones en proyectos productivos se vuelven la segunda colocación más importante del FGS entre 2011 y 2015. Las acciones en sociedades anónimas elevan su participación considerablemente luego de la incorporación de los fondos de las AFJP, tendencia que cambia desde el año 2014 hasta el año 2017. Finalmente, es interesante observar la aparición de dos instrumentos nuevos durante la gestión de Cambiemos: en el año 2016 el FGS comienza a dar préstamos especiales a las provincias, enmarcados en la Ley 27.260 de Reparación Histórica; y en el año 2017 la ANSES lanza los programas de crédito para beneficiarios del SIPA

Sistema Integrado Previsional Argentino) y también para beneficiarios del régimen no contributivo (principalmente la Asignación Universal por Hijo (AUH))

que en total alcanzan un techo del 8,4% en el año 2019. Sobre ambos temas nos explayaremos más adelante.

Antes de pasar al siguiente apartado, revisemos con más detalle de qué manera los saltos y caídas del volumen total del fondo fueron distribuidos entre los diferentes instrumentos. Veamos la tabla 2¹ que nos muestra, en su última columna, la variación del volumen total del FGS y, en las otras columnas, cómo se compone esa variación, es decir, hacia donde se destina el capital en periodos de alza y desde donde se fuga en periodos de caída. Para facilitar la lectura hemos agrupado los años según los periodos de gobierno, con excepción del primer año 2008-2009 que nos permite observar cómo se alteró la composición del FGS una vez incorporados los fondos de las AFJP.

Tabla 2.
Participación de cada instrumento sobre la variación total del FGS $(X_t1-X_t0)/(Tt1-Tt0)$ (2008-2022)

Fecha	Títulos públicos y de entes estatales	Acciones SA	Proyectos productivos	Plazos fijos	Préstamos provinciales	Préstamos a beneficiarios	Disponibilidades	Otros	Δ del Total
2008-2009	63 %	13 %	6 %	4 %	0 %	0 %	4 %	10 %	444 %
2009-2015	68 %	15 %	24 %	-9 %	0 %	0 %	18 %	-16 %	58 %
2015-2019	-54 %	-19 %	-47 %	-2 %	19 %	31 %	-32 %	4 %	-21 %
2019-2022	141 %	15 %	5 %	-2 %	-30 %	-26 %	-6 %	2 %	34 %

Fuente: elaboración propia sobre la base de la página web de ANSES

¹ Conviene observar las tablas de manera horizontal, y no tanto comparar el mismo instrumento a través de los años. La última columna no está relacionada con las otras, sino que está cumpliendo la función de facilitar el ejercicio recordándonos en qué sentido y con qué magnitud varió el volumen del fondo. En el periodo 2015-2019; en los casos en que la variación total es negativa, se multiplicaron los % por -1 para facilitar la comprensión.

Vemos, pues, que con la incorporación de los fondos de las AFJP (2008-2009), el 63% de los fondos incorporados se encontraba colocado en títulos públicos. Si bien esto no altera la jerarquía de los instrumentos dentro del fondo, si consideramos que su volumen de capital crece en más de un 400% en el periodo 2008-2009, observaremos que las AFJP también tenían su cartera mayoritariamente compuesta por títulos públicos. Esto nos habla de una continuidad sostenida entre las AFJP y el FGS como principalmente prestamistas del gobierno nacional, y de una íntima y sostenida relación entre los fondos jubilatorios y la deuda soberana. Sobre este punto nos extenderemos en el apartado siguiente.

El crecimiento del 58% del volumen total del FGS en el periodo 2009-2015, junto con la liquidación de las colocaciones en el extranjero y de casi todos los depósitos en plazos fijos, se ubicó principalmente en la compra de títulos de deuda pública, que participó en un 68% del aumento del volumen del fondo. De esta manera, es decir, a través del endeudamiento intrasector público es que el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner financia su política social expansiva de la cual ANSES fue protagonista. Durante esos años, el haber jubilatorio mínimo aumentó en términos reales un 5,3% interanual (CEPA, 2020) y se reformó el régimen no contributivo incorporando prestaciones universales y becas, así como un ambicioso programa de democratización de bienes y recursos tecnológicos para estudiantes y escuelas de nivel medio, entre muchos otros programas.

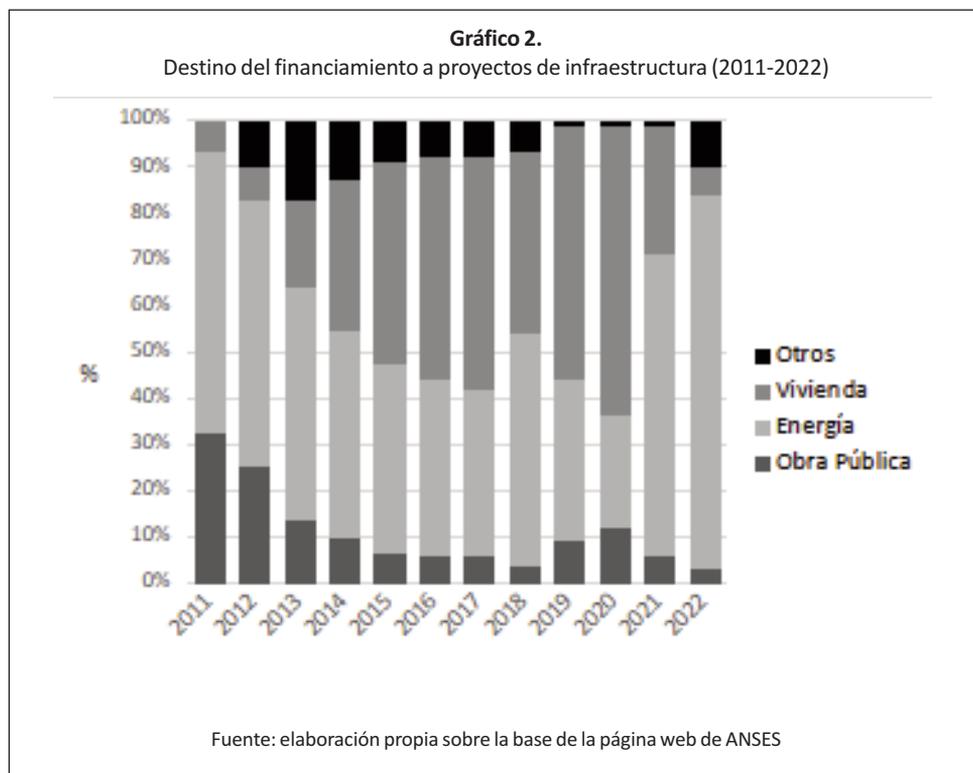
En segundo lugar, durante esta gestión aumentaron las inversiones en proyectos productivos, entre los cuales los préstamos hipotecarios para construcción de viviendas y adquisición de terrenos fueron crecientemente protagonistas (ver gráfico 2), junto con las inversiones en el sector energético destinadas al financiamiento de construcción de centrales eléctricas y plantas nucleares. En tercer lugar, excluyendo las disponibilidades (resultantes posiblemente de la liquidación de las colocaciones externas y los plazos fijos) se aumentaron los volúmenes destinados a la participación en sociedades anónimas nacionales. La evolución negativa de la categoría “Otros” responde a que incluye dentro de sí los valores extranjeros, prohibidos por el estatuto del FGS y que serán liquidados completamente en el año 2011, y al carácter más bien estanco de los fondos comunes de inversión cuya participación en el FGS durante el periodo se mantiene en torno al 2,5%.

Durante el primer año del gobierno de Cambiemos (2015-2019) el volumen del FGS disminuye por primera vez en su historia, y lo hará en todos los años de esta gestión con excepción del año 2017 (+21%). Este decrecimiento –relacionado con la devaluación sostenida de la moneda nacional durante este periodo– afecta principalmente a los títulos públicos, la participación societaria y los proyectos productivos, que igualmente mantuvieron una composición interna similar a la del periodo previo. En cambio, aparecen préstamos a beneficiarios y los préstamos provinciales con un monto equivalente al 31% y 19%, respectivamente, de la caída del volumen total del fondo.

El programa de créditos fue parte del programa de gobierno en búsqueda de una “inclusión financiera”, que consolidó entre otras cosas un giro crediticio de la asistencia hacia “políticas sociales de endeudamiento” (Nougues, 2020). De esta manera se buscó compensar por vía del crédito el deterioro en los ingresos reales de los beneficiarios durante el periodo (Cibils y Ludueña, 2019).

Por su parte, los créditos a las provincias funcionaron como adelantos de la devolución progresiva –que el gobierno de Cambiemos acordó con los gobernadores en el pacto fiscal de 2016 a cambio de votos favorable a la Ley 27.260/16 de Reparación Histórica– del 15% de la coparticipación retenida a las provincias desde la incorporación inconclusa de las cajas previsionales de sus empleados públicos entre 1993 y 1996. Dicha ley, además de reformar parte del estatuto del fondo y regular un blanqueo de capitales, proponía el recálculo de los haberes previsionales y el pago de acreencias retroactivas a aquellos jubilados que hubieran iniciado juicios contra la ANSES relativos a la proporcionalidad entre lo aportado y lo recibido (cuestión que se constituyó en gran bandera de la campaña presidencial de Mauricio Macri por oposición a la política de achatamiento piramidal del gobierno kirchnerista).

El aumento del ítem Otros, es explicado por la colocación en Fondos Comunes de Inversión (FCI) que retornan como un instrumento relevante del FGS. Respecto de este instrumento, en su momento distintos medios de comunicación denunciaron un conflicto de intereses luego de la suscripción en 2018 de cuotas partes en un FCI íntimamente vinculado al entonces presidente del Banco Central, Luis Caputo, también fundador de una entidad financiera, Axis, a la cual meses antes el FGS



había abonado comisiones por la intermediación financiera para la suscripción de títulos (Ostera, 2018).

Finalmente, durante el gobierno del Frente de Todos (2019-2023), el FGS retoma la senda de crecimiento, que, junto con la merma de los fondos destinados a préstamos a beneficiarios y provincias, es absorbida casi en su totalidad por títulos de deuda pública. A su vez, las acciones en sociedades vuelven a expandir su volumen, así como los proyectos productivos, aunque a un ritmo notablemente menor que en el periodo 2009-2015, y esta vez altamente concentrados en el sector energético.

En síntesis, lo que a primera vista parecía una utilización similar del fondo debido a la sostenida mayoría del componente “títulos públicos”, al mirar más de cerca se observa que en los periodos en los que el FGS es administrado por gobiernos peronistas (2009-2015; 2019-2022) las inversiones en esta herramienta tienden a crecer, mientras que durante la administración de Cambiemos el fondo se destina hacia otras herramientas más relacionadas, o bien con la política social crediticia, o bien con la negociación con los gobiernos provinciales. Además, es notoria la diferencia entre los gobiernos de Cristina Fernández de Kirchner y Alberto Fernández y el de Mauricio Macri respecto de las inversiones en proyectos productivos que pasan de ser la segunda colocación del fondo en 2015 a ocupar el cuarto lugar en 2019 (debajo de “títulos públicos”, las acciones y los préstamos a beneficiarios) y a duplicar luego su participación en el FGS entre 2019 y 2022. Todo ello nos habla de una cuota no despreciable de poder de discrecionalidad o prerrogativa dentro del ajustado marco fijado por la ley y la opinión pública.

Títulos públicos

La extrema dependencia del Estado argentino, tal y como sus pares latinoamericanos, de la deuda externa como mecanismo para financiarse, veámos, tiene como origen la estructura heterogénea de la producción y la creciente informalidad que vuelve la fiscalización de las actividades por parte del Estado una tarea incompleta que lo inscribe en un círculo vicioso de deficitaria capacidad fiscal. Esta dependencia no lo es solo por tomar deuda en monedas y legislaciones extranjeras, sino que, más fundamentalmente, es dependencia financiera de inciertos e inestables flujos de capital internacional capaces de entrar y salir de manera veloz, más atraídos por instrumentos de corto plazo que por inversiones en la economía real, y profundamente influidos por la política monetaria de Estados Unidos.

En este marco, la privatización en 1993 del sistema jubilatorio en la Argentina puede entenderse como un paso hacia la estabilidad y credibilidad financiera de largo plazo para el mercado nacional, a través de la creación de empresas rentables con –al menos en principio– intereses de largo plazo en el desarrollo del país (o al menos en la evolución positiva de variables como el empleo y la formalidad laboral) (Datz, 2012). Y si bien la implementación de esta estrategia no parece haber prevenido los efectos adversos de la fuga de capitales ni el eventual default

Tabla 3.

Peso de los títulos públicos en la cartera de las principales AFJP sobre el total de su cartera

Año	%
1997	40,89
1998	47,98
1999	48,84
2000	49,1
2001	61,53
2002	75,3
2003	67,98
2004	60,05
2005	55
2006	54

Fuente: elaboración propia sobre la base de Datz (2012)

soberano de la deuda externa, es interesante observar (ver tabla 3) la manera en que, acercándose el país hacia el default del año 2001, las AFJP se vuelven crecientemente las prestamistas de última instancia del Estado nacional. Esto se ve reforzado en el año 2001 cuando son forzadas por el gobierno de de la Rúa (1999-2001) a comprar Letras del Tesoro, incluso al punto de violar su estatuto a la fecha que les prohibía que este instrumento superase el 50% de su cartera.

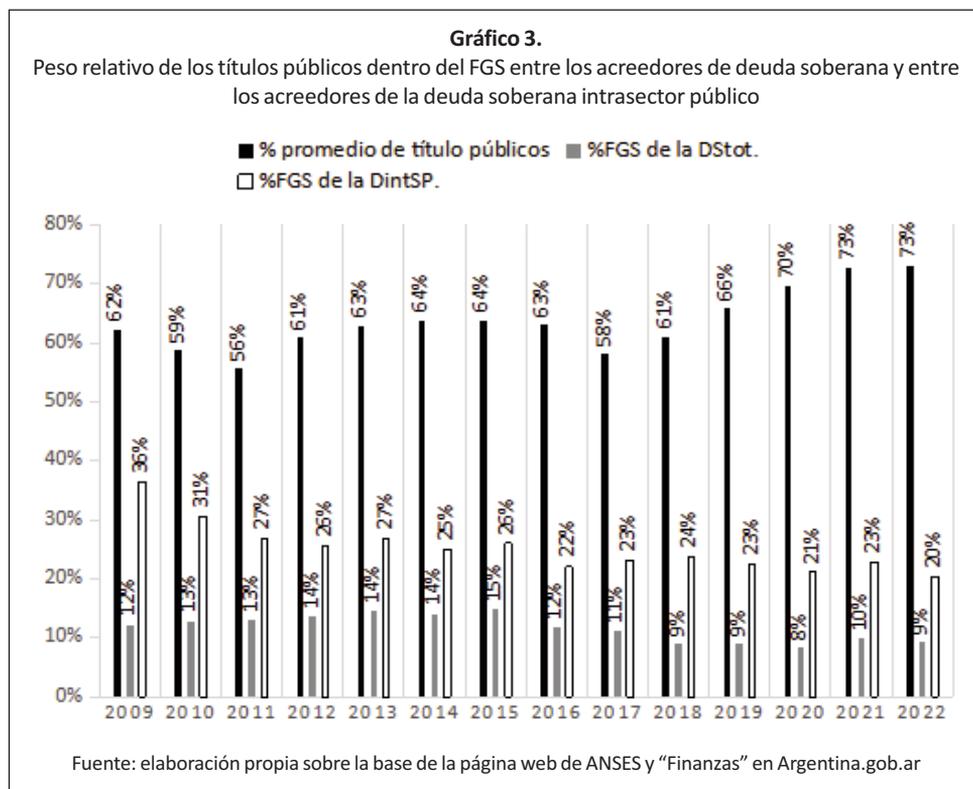
En 2005, en un contexto de crecimiento sostenido de la economía a tasas de alrededor del 9% anual, el gobierno de Néstor Kirchner (2003-2007) avanzó en una primera reestructuración con los bonistas privados, que alcanzó el 76% de ellos. Al momento en que el gobierno lanzó la primera oferta, las AFJP fueron de los primeros acreedores en aceptar el canje por bonos (principalmente) denominados en pesos y bajo legislación nacional con un cupón por crecimiento del PBI. Así, las AFJP se convirtieron en el principal inversor privado en el Estado nacional, alcanzando el equivalente al 6% del PBI en deuda soberana. En 2006, gracias al superávit gemelo en el mismo periodo, el Estado logró cancelar su deuda con el FMI de manera anticipada, liquidando reservas del Banco Central. En total, esto

redundó en una disminución significativa de la proporción deuda externa/PBI que pasó del 129% en 2003 al 48% en 2007 (Porta, Santarcangelo y Schteingart, 2017).

En 2008, sin embargo, producto de la crisis financiera internacional, que cerró los mercados de crédito para el país y disminuyó la demanda externa (especialmente por Brasil), y del fracaso a la hora de aumentar las retenciones al sector agroexportador, sin margen político de volver a endeudarse con el FMI poco después de cancelar su deuda con gran esfuerzo y épica, y con varios acreedores privados aún pendientes de reestructuración, el gobierno entrante de Cristina Fernández de Kirchner (2007-2011-2015) debía buscar financiamiento en otra parte, si quería continuar con la expansión de la demanda agregada, eje vector de su política económica, especialmente en tiempos de crisis. En el marco también en que durante dicha crisis muchos gobiernos de países centrales salieron al “rescate” de bancos y aseguradoras y el mercado perdió gran parte del encanto del que había gozado para la opinión pública y experta en la década previa, el gobierno logró con relativa facilidad aprobar una reforma del sistema jubilatorio hacia un régimen público y de reparto. En efecto, de la misma manera en que la insatisfacción pública por los problemas que exhibía el Estado para ofrecer previsibilidad hacia finales de la década de 1980 había alentado la marea privatizadora, el régimen jubilatorio privado contó con pocos apoyos para su defensa luego de la crisis del 2001 y en el marco de la mayor crisis financiera desde 1929.

La reforma del régimen jubilatorio significó una enorme transferencia de activos desde las AFJP al sector público, así como un retorno de los bonos soberanos al propio Estado emisor. Así fue como la ANSES se convirtió en uno de los principales prestamistas del sector público nacional y accionista en distintas sociedades anónimas nacionales, entre otros muchos roles (ver gráfico 3).

Una vez constituido el FGS, como hemos visto, las liquidaciones de sus colocaciones en el extranjero, así como de buena parte de los plazos fijos, fueron destinadas a financiar la expansión del gasto público a través del financiamiento al Tesoro y a otros organismos y provincias, así como a financiar directamente proyectos productivos, y en menor medida a ampliar la participación del Estado nacional en sociedades anónimas. De esta manera, el gobierno omitió las dificultades



de emprender una reforma estructural que ampliara su base fiscal o los previsibles reveses de litigar con los *holdouts* en caso de tomar deuda externa sin revertir totalmente su default de 2001. Así, como deja ver el gráfico 3, la ANSES por vía del FGS se convirtió en una de las principales fuentes de financiamiento del sector público, alcanzando en 2015 el 15% del total de la deuda soberana bruta.

El gobierno de Mauricio Macri (2015-2019), en cambio, privilegió en un primer momento una estrategia de financiamiento vía endeudamiento externo y reducción moderada del gasto público. Durante sus primeros meses, el gobierno resolvió el acceso de la Argentina a los mercados financieros internacionales por vía de un canje de los bonos desfalcados por nuevos bonos emitidos en dólares y bajo

legislación extranjera. Al tiempo, el porcentaje de deuda pública en manos de acreedores privados pasó del 12,2% del PBI en 2015 al 37,2% en 2018, y la deuda soberana total pasó de representar el 52,5% del PBI a casi el 90% en 2019 (ver tabla 4). Más aun, además de reducir el financiamiento intrasector público, necesario puesto que el FGS habría de ser puesto a otros fines, el gobierno contrajo su base fiscal al reducir los derechos de importación, así como las alícuotas de los impuestos patrimoniales y las contribuciones patronales al sistema jubilatorio. El acelerado endeudamiento público a altas tasas y cortos plazos rápidamente impuso sobre el Estado duras obligaciones que compensaron rápidamente la reducción del gasto provocada, por ejemplo, por el aminoramiento de los subsidios otorgados a las empresas de servicios públicos. Más aun, una grave sequía en 2017/2018, sumado el “fly to quality” derivado de la agresiva política monetaria desplegada por la administración Trump (2017-2021) desde 2018, y su consecuente presión sobre el tipo de cambio llevó al gobierno a solicitar ante el FMI el préstamo más grande en la historia del organismo, con la finalidad de evitar el default y los con-

Tabla 4.

Evolución de la deuda soberana bruta por acreedor como porcentaje del PBI

Año	Deuda con privados pendiente de reestructuración	Deuda con privados performing	Deuda con organismos multi/bilaterales	Deuda con agencias del sector público	Total deuda bruta/PBI
2005	12,5%	45,0%	17,0%	5,9%	80,4%
2006	11,6%	39,0%	10,0%	10,1%	70,7%
2007	10,7%	34,0%	8,4%	9,1%	62,2%
2008	9,3%	19,2%	7,2%	18,0%	53,7%
2009	9,9%	18,8%	8,1%	18,6%	55,4%
2010	3,5%	15,2%	6,6%	18,2%	43,5%
2011	3,0%	11,6%	5,6%	18,7%	38,9%
2012	3,0%	10,7%	5,3%	21,4%	40,4%
2013	3,4%	10,8%	5,8%	23,6%	43,6%
2014	3,3%	10,8%	5,4%	25,2%	44,7%
2015	3,9%	12,2%	6,3%	30,1%	52,5%
2016	1,6%	17,9%	5,4%	28,1%	53,0%
2017	0,5%	23,4%	5,2%	27,4%	56,5%
2018	0,7%	37,2%	14,9%	32,4%	85,2%
2019	0,7%	32,8%	20,4%	35,9%	89,8%
2020	0,8%	37,7%	23,7%	41,6%	103,8%
2021	0,5%	28,9%	16,2%	35,0%	80,6%
2022	0,5%	28,3%	17,3%	39,1%	85,2%

Fuente: elaboración propia sobre la base de “Economía” en la página web Argentina.gov.ar

siguientes litigios ocasionados por la imposibilidad de financiar la fuga de los capitales hacia los mercados financieros centrales (Cantamutto y Schorr, 2022).

Como observan Cantamutto y Schorr (2022) la corrida del 2018 y el acuerdo con el FMI marcan un parteaguas en el gobierno de Cambiemos que desde entonces debió desandar varias de las políticas implementadas hasta el momento, entre las cuales destacan la reintroducción de controles cambiarios y límites a la compra de divisas, así como de las retenciones y controles de precios minoristas de servicios públicos y bienes básicos. En la política que nos atañe en este momento, la de la relación entre endeudamiento y fondos jubilatorios, como podemos observar en la tabla 4, la deuda con agencias del sector público fue récord en 2018 y 2019, y la porción en manos del FGS se mantuvo estable.

Con un escenario de alto endeudamiento en legislación extranjera y con el FMI especialmente es que el gobierno de Alberto Fernández (2019-2023) comienza su primer año buscando renegociar las condiciones de las deudas contraídas durante la administración anterior. Por el lado de la deuda con acreedores privados en dólares bajo legislación extranjera, el gobierno apuntó a reducir las tasas de interés al atarlas a la evolución del PBI y la balanza comercial. A pesar de las dificultades para negociar con un grupo muy concentrado y poderoso de acreedores y de no poder lograr quitas considerables de capital, el gobierno logró renegociar las tasas de manera que se aliviaron los vencimientos más inmediatos, aunque de acuerdo con el FMI el acuerdo logrado seguía sin ser sostenible. Tampoco fue muy exitoso el acuerdo de reestructuración con dicho organismo que no contempló quitas de capital, sino que versó más bien sobre los plazos de devolución y las condiciones que se le impondrían a la Argentina respecto de metas fiscales y mecanismos de reducción del déficit. De esta manera “el Estado se ve limitado en su capacidad de impulso de la actividad debido a las restricciones de financiamiento y la propia negociación de deuda” (Cantamutto y Schorr, 2022: 83).

Pero el gobierno también enfrentó en su primer año la pandemia de covid-19. La disposición del aislamiento preventivo obligatorio entre el 20 de marzo y el 6 de noviembre del 2020 redundó en un crecimiento acelerado del desempleo y en una profunda contracción de la actividad, la inversión y el consumo privados que desplomaron el PBI en 10,5 pp. En parte por la política dialoguista del gobierno, y

en parte por la debilidad financiera del Estado, en octubre se redujeron las alícuotas a las retenciones para el complejo agroexportador. En cambio, el gobierno sí pudo avanzar sobre un impuesto a las grandes fortunas, aunque luego de severas modificaciones y un debate muy dilatado, recién en diciembre del 2020 se aprobó un impuesto sobre las fortunas personales, para finalidades específicas por única vez. Reducida pues, la base fiscal disponible del Estado por la merma general de la producción, e imposibilitado de expandir la deuda externa, el gobierno igualmente emprendió una política económica expansiva frente a los estragos de la pandemia. Por ende, el financiamiento fue encontrado nuevamente en la emisión monetaria y en la colocación de deuda soberana dentro del mismo Estado.

Acciones en sociedades anónimas

Como veíamos en los resultados generales, entre 2009 y 2015, un 15% del crecimiento total del FGS fue destinado a aumentar la participación accionaria, llegando, de esta manera, a representar hasta un 12,8% del fondo en 2015. La tabla 5 muestra cuánto varió el valor de las acciones en dólares al tipo de cambio oficial. Allí veremos que (excluyendo el salto por la estatización de las AFJP) en ese periodo el valor de las acciones del FGS creció en un 77%, unos U\$MM 3,1.

Durante los primeros dos años del gobierno de Cambiemos, las acciones incrementarían su participación dentro del FGS hasta alcanzar el 20,1% en 2017, creciendo también en términos absolutos más de un 70% entre 2015 y 2017 (U\$MM5,2). Entre 2018 y 2019, volverían a retroceder en su participación dentro del fondo hasta valores similares a los del 2014, que, sin embargo, implicaron una retracción absoluta equivalente a U\$MM2,3 en 2015-2019 y de casi U\$MM8 solo entre 2017 y 2019.

92

Finalmente, durante la administración de Alberto Fernández (2019-2023), luego de una caída inicial en 2020, probablemente relacionada con los efectos de la pandemia, la participación de las acciones se mantuvo en torno al 11% de un FGS que aumentó su capital, por lo que en términos absolutos las acciones del FGS aumentaron su valor en U\$MM1,9 entre 2020 y 2022.

Tabla 5.
Variación interanual del valor de las acciones en manos del FGS

Año/periodo de gobierno	Δ	U\$MM	% del FGS	Δ PBI
2008	-	\$ 393,69	6,0%	-
2009	934%	\$ 4.070,78	11,4%	-5,90%
2010	13%	\$ 4.619,63	11,6%	10,10%
2011	-12%	\$ 4.080,37	8,9%	6,00%
2012	-23%	\$ 3.147,46	6,5%	-1,00%
2013	39%	\$ 4.377,94	8,5%	2,40%
2014	33%	\$ 5.802,02	11,0%	-2,50%
2015	24%	\$ 7.218,10	12,8%	2,70%
2009-15	77%	\$ 3.147,32		1,69%
2016	2%	\$ 7.381,60	14,4%	-2,10%
2017	68%	\$ 12.426,88	20,1%	2,80%
2018	-44%	\$ 6.963,82	14,2%	-2,60%
2019	-29%	\$ 4.915,74	11,1%	-2,00%
2015-19	-32%	-\$ 2.302,36	-	-0,98%
2020	-19%	\$ 3.957,65	9,7%	-9,90%
2021	38%	\$ 5.444,29	11,0%	10,40%
2022	8%	\$ 5.876,48	11,6%	5,20%
2019-22	20%	\$ 960,74		1,90%

Fuente: elaboración propia sobre la base de la página web de ANSES

Antes de observar cómo se repartieron las inversiones del FGS en sociedades anónimas, cabe hacer una parada para preguntarnos qué implica para un rubro que el Estado tenga allí una elevada participación.

La interesante distinción que ofrece Chaia De Bellis (2019) busca superar las distinciones facilistas entre gobiernos de derecha (redistribución regresiva, exclusión política de los sectores populares), reticentes a intervenir a menos que sea para operar un salvataje, y gobiernos más bien de izquierda (redistribución progresiva e inclusión política de los sectores populares), que tenderían hacia una mayor injerencia del Estado en el mercado. Así, destaca que la participación

estatal en el mercado (ya sea para regular un mercado o para cooperar con el capital) es no solo constante, sino que, en casos como el argentino, “es constitutiva de la burguesía local” (ibíd.: 101). Así busca poner el foco más bien en la relación entre la utilización política que tienen las estatizaciones (“dirigistas” o de salvataje) y los modelos de acumulación desplegados durante los distintos periodos analizados.

En nuestro caso, hemos visto que existe una marcada continuidad en el periodo analizado respecto del modelo de acumulación imperante. Con la excepción del periodo 2003-2007 –extraordinario en muchos aspectos–, el fortalecimiento del perfil exportador de productos agropecuarios profundizó la disolución del círculo virtuoso entre rentabilidad de la elite empresarial y salarios, típico del modelo sustitutivo de importaciones orientado al mercado interno. Más aun, la producción tendió hacia la concentración y extranjerización de los capitales que, liberados de sus obligaciones con el mercado interno y el desarrollo a largo plazo de la economía nacional, redujeron fuertemente sus inversiones en la economía real, volcándolas en cambio hacia la valorización financiera y la fuga de capitales. Si bien durante el periodo el Estado en sus momentos más dirigistas (2003-2015; 2019-2023) hizo algunos intentos por revertir o al menos ralentizar el ritmo de este proceso, en general su carácter focalizado y transitorio, así como la exitosa contestación por parte de la elite empresarial y parte de la opinión pública y experta (y la dependencia de corrientes económicas y políticas favorables) esterilizaron sus efectos.

Respecto del FGS, si bien sus participaciones no implican estatizaciones (rara vez superan el 25%), la designación de directores en la junta le está habilitada en caso de tener la participación suficiente. Esto permite al Estado, como mínimo, contar con más información sobre las estrategias de producción y circulación del capital en las diferentes actividades económicas y, como máximo, cierta injerencia en la estrategia de acumulación e inversión de las sociedades controladas.

El perfil de los directores designados por los diferentes gobiernos es tema para un trabajo aparte. En términos generales, durante las administraciones peronistas del FGS (2009-2015; 2019-2023) primaron los funcionarios enviados desde el Ministerio de Economía que eran coordinados por una dependencia de la oficina presidencial; mientras que durante la administración de Cambiemos, el repertorio

de directores designados fue variopinto e incluyó funcionarios, pero también empresarios, banqueros y financistas, e incluso amigos personales del presidente. Es destacable también que durante este gobierno se eliminaron los topes a las remuneraciones que las empresas podían pagar a los directores asignados por el Estado (Lukin, 2018).

En la tabla 6 podemos observar la cantidad de empresas y el grado de control promedio que el Estado ejerció desde el FGS en las sociedades de su cartera de acciones agrupadas por sector de actividad. La observación más inmediata es que a pesar de los cambiantes volúmenes destinados a la participación societaria, el control que el FGS tiene de las empresas en promedio, apenas supera el 15%. También que no se observan cambios bruscos positivos en el control de ningún rubro.

Si bien debemos mirar aún más evidencia, cabe destacar, por un lado, la continuidad de la política de participación estatal en sociedades mantenidas por

Tabla 6.
Promedio del porcentaje del paquete accionario de la sociedad en manos del FGS por actividad económica

Año	Alimentos		Siderurgia		Energía		Construcción		Bienes raíces		Telecomunicaciones		Banco	
	%prom	N	%prom	N	%prom	N	%prom	N	%prom	N	%prom	N	%prom	N
2013	11,1%	5	13,8%	3	15,3%	20	11,3%	1	10,6%	6	17,0%	2	16,1%	5
2014	14,8%	5	13,8%	3	15,4%	20	11,3%	1	10,3%	6	17,0%	2	15,9%	5
2015	14,8%	5	13,8%	3	15,3%	20	11,3%	1	10,4%	6	17,0%	2	15,9%	5
2016	14,8%	5	13,8%	3	15,3%	20	11,3%	1	10,4%	6	17,0%	2	16,0%	5
2017	11,9%	8	12,1%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	14,3%	3	12,8%	6
2018	15,5%	6	13,3%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	9,8%	3	12,8%	6
2019	15,5%	6	13,3%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	9,8%	3	12,8%	6
2020	15,5%	6	13,3%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	9,8%	3	12,8%	6
2021	15,5%	6	13,3%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	9,8%	3	12,8%	6
2022	15,5%	6	13,3%	3	14,2%	18	11,3%	1	10,4%	6	9,8%	3	12,8%	6

Fuente: elaboración propia sobre la base de la página web de ANSES

el Estado desde el FGS a través de administraciones que divergieron desde sus discursos y proyectos político-económicos. Por otro lado, que, por los niveles de control observados, esta es una continuidad de una participación estatal que apunta a ejercer un *control parcial* sobre los mercados, estrategia que tal cual apunta Chaia Di Bellis (2019). El modelo de acumulación en cuestión está orientado no tanto a dirigir el desarrollo económico, ni a salvar al mercado, sino más bien a la captura de ganancias para su redistribución. Este objetivo, si bien es coherente con el objetivo del FGS de acrecentar su capital y buscar la seguridad de sus activos por la vía de la diversificación, le impide desplegar la utilización de uno de los instrumentos que principalmente podrían estimular un crecimiento económico sustentable en el largo plazo.

La autonomía de los gobiernos para manejar de manera discrecional la participación del FGS en sociedades ha sido tema de gran debate público y parlamentario a través de los años, especialmente entre 2015 y 2017. Es que entre esas fechas el gobierno saliente de Cristina Fernández de Kirchner promulgó una ley que blindaba las posiciones del fondo, exigiendo para cualquier liquidación de acciones la autorización del Congreso con una mayoría de dos tercios en cada cámara. Esta institución probaría su debilidad cuando apenas un semestre después el gobierno de Cambiemos logre la sanción de un megaproyecto de ley que entre otras cosas eliminaba la alta barrera parlamentaria. Las intenciones del entonces gobierno surgían de la combinación entre un problema, asegurar el incierto financiamiento de la parte central del mencionado megaproyecto, la llamada “reparación histórica” y la identificación como solución de la liquidación de participaciones estatal en sociedades anónimas, además de obvios intereses de capitales por hacerse con las acciones del fondo.

Una vez liberado el gobierno del trámite parlamentario, procedió, en 2016, en la venta del 12% de Petrobras Argentina a la megaempresa energética Pampa Energía, que estaba en proceso de anexarla, lo cual habría reducido el control que el FGS tenía de ambas firmas, solo reduciendo, como veremos más abajo, levemente el ostentado sobre el gigante energético. Al año siguiente, procedió en la venta, a un conglomerado petroquímico brasilero, de sus acciones en una petroquímica nacional que, según fuentes del propio FGS, fueron liquidadas por encima de su valor de mercado. En tercer lugar, a comienzos de 2019, el FGS vendió sus

colocaciones en la empresa Quickfood a su controlante, otro conglomerado brasileño. De esta manera, vemos que, ya por falta de voluntad privatizadora, por los controles ejercidos por la opinión pública o por el carácter suicida de lanzar al mercado en poco tiempo importantes paquetes accionarios de empresas lucrativas, el gobierno no avanzó más que moderadamente en la liquidación de las posiciones del FGS. Aunque también cabe observar que en todos los casos se profundizó la dinámica de concentración y extranjerización de la economía.

Pasemos ahora a ver sector por sector el control que tiene el FGS de las empresas líderes. En el sector bancario el Estado controla cinco sociedades (ver tabla 7), entre las cuales tiene un importante control sobre el banco Galicia y el banco Macro, los segundo y cuarto bancos privados más grandes del país, luego de Santander S.A. y BBVA (sobre el cual el Estado tiene una participación que se mantiene siempre entre 7% y 8%). En ambos casos la participación tiene una pendiente negativa con el tiempo, y aunque las variaciones parecen residuales, no tenemos posibilidades de afirmar si una caída en la participación, por pequeña que parezca, no implica una merma en las posibilidades de designar un director (tabla 7).

En el sector de las telecomunicaciones es donde se observan las mayores variaciones en cuanto a la participación estatal, reduciéndose esta del 17% promedio entre 2013 y 2016, al 9,8% a partir de 2018. Como muestra la tabla 8, el FGS

Tabla 7.
Participación del FGS en los principales bancos privados (2013-2022)

Banco Macro S.A.	31,0%	2013-2015
	31,5%	2016
	28,0%	2017-2022
Grupo Galicia S.A.	21,3%	2013
	20,3%	2014-2016
	18,5%	2017-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de "Participación" en la página web de ANSES

controla una porción limitada del paquete del Grupo Clarín y, hasta el año 2017, tenía en su poder un cuarto del paquete accionario de Telecom. El proceso por el cual la ANSES ve diluida su participación es complejo: por un lado, si bien en 2016 el grupo Fintech hizo una oferta pública de compra por las acciones de Telecom, las noticias periodísticas al respecto recogen de fuentes del FGS que la oferta habría sido rechazada, y una noticia de 2017 (Gorodisch, 2017) sigue sosteniendo que el fondo era titular del 25% de las acciones de la empresa. En 2018, sin embargo, el gobierno de Mauricio Macri, a través de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, avaló la fusión entre Cablevisión Holding (de cuyo paquete ANSES posee desde entonces el 9%) y Telecom. De esta manera, sin una reducción en el capital destinado a la empresa, el Estado vio degradado en 14% su control sobre el grupo por el ingreso del nuevo capital sobre el que controlaba una porción más bien magra. Esta no fue la única de las maniobras que redujeron el control societario del FGS en empresas entre 2015 y 2019, pero sí la única por la cual el Estado perdió control sin ganar, siquiera, liquidez. Esto también permitió que, una vez terminado el mandato de los directores de Telecom designados por la administración de Cambiemos, en 2020, el grupo Fintech y el Grupo Clarín se aliaran contra la designación del director designado por ANSES, Santiago Fraschina, y eligieran uno de su preferencia (Straccia, 2020).

Respecto del mercado de bienes raíces, nuevamente vemos en la tabla 9 que el Estado tiene participación de alrededor del 25% de Consultatio S.A., una de las empresas líderes, y ha logrado nombrar directores; y una porción más bien minoritaria en otra de las líderes. En este sector, el FGS no ha alterado significativamente su control en las principales empresas, y posee el 4,5% de IRSA S.A., que

Tabla 8.
Participación del FGS en firmas de telecomunicación (2013-2022)

Telecom Argentina S.A.	25,0%	2013-2017
	11,3%	2018-2022
Grupo Clarín S.A.	9%	2014-2022
Cablevisión Holding	9%	2017-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de "Participación" en la página web de ANSES

Tabla 9.

Participación del FGS en firmas de bienes raíces (2013-2022)

Consultatio S.A	26,6%	2013
	24,9%	2014-2022
IRSA S.A.	4,5%	2013-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de “Participación” en la página web de ANSES

es dirigida y controlada mayoritariamente por Eduardo Elzstain, quien también dirige el Banco Hipotecario, fiduciario del programa de construcción de viviendas Procrear financiado por el FGS, en el que IRSA participó como la principal constructora (Redacción de *Letra P*, 2018).

Con respecto al rubro de materiales para la construcción (ver tabla 10), sucede que en las tablas que informan la participación del FGS en el patrimonio de cada empresa no aparece Loma Negra, empresa de la que sabemos –a partir de los informes del FGS– que, de su paquete accionario, en manos del fondo hay un 1,3% del monto total destinado por el FGS a las acciones en sociedades. A partir de esto y del patrimonio de la empresa podemos estimar para marzo de 2022 que el FGS controlaba alrededor del 2% del paquete accionario total de la empresa (Loma Negra, 2023). Afortunadamente, sí sabemos que el FGS viene manejando el 11,31% de Holcim Argentina, la segunda empresa más importante del rubro.

Tabla 10.

Participación del FGS en firmas de materiales para la construcción (2013-2022)

Holcim (Argentina) S.A.	11,31%	2013-2022
Loma Negra S.A	2,00%	2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de “Participación” en la página web de ANSES e “Investors” en la página web de Loma Negra

La cartera correspondiente al rubro de energía (extracción, generación, transporte y distribución de energía derivada de hidrocarburos) es por lejos la más diversificada, contando con 20 empresas (18 luego de las anexiones de Pampa Energía). La participación promedio, como veíamos en la tabla 6, ronda durante todo el periodo el 15%. En la tabla 11, con la exclusión de YPF, empresa mayoritariamente en propiedad estatal, se resumen la participación del FGS en las principales empresas del sector. Rápidamente vemos que el fondo posee un peso nada despreciable en todas las etapas de la cadena energética, desde la extracción de gas (Pampa Energía) y la generación de energía eléctrica (Central Puerto) hasta su transporte y comercialización (Camuzzi, Transportadora de Gas el Sur y muchas comercializadores regionales).

Si bien, todas las empresas incluidas en la tabla se encuentran entre las veinticinco empresas de mayor patrimonio del país, por su capilaridad en todo el sector y su volumen, Pampa Energía S.A. (controlada por la familia Midlin) es la empresa más relevante del rubro, especialmente luego de su adquisición, en 2011, del 51% de Transportadora de Gas del Sur (la transportadora más importante del país) y de su fusión con Petrobras en 2017 (lo que explica la desaparición de esta última del paquete del FGS, así como la reducción en el control sobre Pampa

Tabla 11.

Participación del FGS en firmas del sector Energía (2013-2022)

Camuzzi Gas Pampeana S.A.	12,7%	2013-2022
Pampa Energía S.A.	23,23%	2013-2016
	15,8%	2017
	14,78%	2018-2022
Transp. Gas del Sur S.A.	23,1%	2013-2022
Petrobrás Argentina S.A.	11,85%	2013-2016
BAN	26,6%	2013-2022
Central Puerto S.A.	4,0%	2013-2014
	1,8%	2015-2016
	1,9%	2017-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de "Participación" en la página web de ANSES

Energía) y por su control, desde 2004, como primera minoría (seguido por ENARSA y luego por el FGS) de Transener, empresa concesionaria que opera el 85% de la red de alta tensión de la Argentina.

En el rubro de la siderurgia (ver tabla 12) el control estatal se ha mantenido muy estable y especialmente en la principal empresa del sector, Ternium, ex-Siderar, controla el 26% a lo largo de todo el periodo. Y si bien esta empresa es controlada por un holding con el mismo nombre en un 62%, lo cual reduce mucho el control relativo que el Estado pueda tener sobre su dirección, esto no impidió que el Estado argentino colocara tres directores por periodo en la mesa de la firma.

Respecto del rubro de alimentos, las tenencias del FGS se ubican en las tres empresas más grandes del mercado (ver tabla 13). La participación en Ledesma nunca supera el 1% del paquete total de la empresa, y en el caso de Cresud S.A., dirigida por Eduardo Elzstain, la participación del Estado nunca se movió del 3,6%. Distinto es el caso de Molinos Río de La Plata S.A., principal empresa del rubro, que ostenta el control oligopólico del mercado de algunos alimentos básicos como fideos y aceite, de quien ANSES es el segundo accionista (c. 20,1%), solo detrás el Grupo Pérez Companc que controla el 48,6% de la empresa. Sin embargo, el peso de este grupo dentro de la empresa y en el círculo rojo del poder económico, político y judicial ha logrado en todas las ocasiones vetar al FGS de participar en el directorio y congelar o revertir los procesos judiciales iniciados por el Estado para hacer valer su control en la empresa y concertar políticas de control de precios desde esa plataforma.

Tabla 12.

Participación del FGS en firmas de siderurgia (2013-2022)

Siderar-Ternium	26,03%	2013-2022
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	9,35%	2013-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de "Participación" en la página web de ANSES

Tabla 13.

Participación del FGS en firmas de alimentos (2013-2022)

Cresud S.A.	3,6%	2013-2022
Molinos Río de La Plata S.A.	20,05%	2014-2022

Fuente: elaboración propia sobre la base de "Participación" en la página web de ANSES

Conclusiones

Como primera conclusión, vemos que, a lo largo del periodo analizado, el fondo no solo no ha logrado desencadenar un círculo virtuoso en la economía argentina, sino que es él mismo sometido a los vaivenes de la macroeconomía y la producción, severamente dependientes ellas del comportamiento de los grupos económicos concentrados, de los mercados financieros y de organismos y gobiernos extranjeros. La única salvedad pueden constituir la las inversiones destinadas al desarrollo de infraestructura energética que podrían contribuir a resolver uno de los mayores embudos de la cadena de valor de la producción industrial en la Argentina.

En segundo lugar, a pesar de que sus rentabilidades han sido altas, nunca han sido liquidadas en dirección a mantener el nivel de vida de los beneficiarios del SIPA, cuyos haberes reales vienen en franca decadencia desde al menos siete años. Sin embargo, sí ha sido utilizado para financiar al fisco que, desde 2017, por la devolución gradual del 15% de la coparticipación a los gobiernos provinciales, viene haciendo aportes a la ANSES a través del tesoro para financiar los déficits que presentaría de solo sostenerse con ingresos contributivos.

En tercer lugar, a pesar de que durante sus primeros dos años la administración Cambiemos discontinúa esta tendencia, el FGS es empleado como rescate para el Estado en momentos de extrema vulnerabilidad financiera e inviabilidad de recurrir a los mercados internacionales, como los años 2008, 2014, 2018-2019 y 2020-2022.

En cuarto lugar, vimos que la estatización de las AFJP no fue una ruptura sino una continuidad de una íntima relación entre los fondos jubilatorios y la deuda soberana (que data al menos desde 1993), aunque sí implicó un aumento en la autonomía estatal en el corto plazo debido al retorno de los bonos soberanos al propio Estado emisor.

Esto nos lleva a la quinta y principal conclusión: fundamentalmente, el FGS cumple una función de financiamiento que posee un carácter bifronte respecto de la autonomía estatal. Mientras que, por un lado, evita su erosión al ser una opción más soberana que el endeudamiento externo; es, por el otro, una herramienta que permite a los gobiernos, incluso los más confrontativos, ahorrarse o dilatar los costos de emprender reformas, establecer acuerdos y entablar disputas con grupos sociales poderosos con la finalidad de ampliar su base fiscal a largo plazo. El endeudamiento intrasector público funciona como sustitución de la acumulación de poder real de los Estados. De esta manera, el FGS permite a los gobiernos cierto margen de autonomía en el corto plazo. La estatización de las AFJP, en este sentido, fue para el Estado argentino un *trade-off* entre retraer futuros desarrollos en el mercado financiero por la pérdida de confianza por la violencia implicada en la eliminación del mapa de un acreedor de peso y la ganancia en corto de una caja con la cual desplegar políticas costosas, tales como la expansión de la demanda agregada, las inversiones poco rentables desde el cálculo de capital, o hacer presión para negociaciones políticas.

Por esto último, junto con lo observado respecto de la participación del FGS en sociedades, es que, en sexto lugar, cabe apuntar que su empleo está orientado hacia la redistribución social y geográfica de corto plazo. Esto significa que es un instrumento que permite al Estado intervenir no en el proceso de producción sino en el de la distribución secundaria. De esta manera, empleado fundamentalmente para financiar la redistribución en el corto plazo y en ausencia de una transformación en las relaciones de fuerza entre clases, el FGS es incapaz de resolver los problemas financieros del Estado argentino, que redundaron en nuevas crisis de la deuda, injerencia del FMI y riesgo certero de desfalco.

En séptimo lugar, observando que el control que el FGS ostenta sobre las empresas tiende a mantenerse estacionario, concluimos que los cambios observados

en los volúmenes destinados a las acciones en sociedades anónimas no responden a estrategia gubernamental alguna, sino que recaen en la valorización de los patrimonios de las empresas. La ausencia de una estrategia orientada hacia el desarrollo de las MiPyME, o bien hacia la mayor injerencia en grandes empresas de algún sector, o, en cambio, hacia un retiro del Estado, deja al FGS a mitad de camino en la captura y redistribución de las ganancias. Esto abona a pensar que el poder de veto de los grupos económicos impide tomar decisiones más arriesgadas en una dirección estatista que influya en la dinámica de poder existente. Pero el carácter residual y altamente discutido, mediatizado e incluso judicializado que observamos en las liquidaciones llevadas adelante por el gobierno de Cambiemos, aun cuando abonara a la concentración y extranjerización del capital, nos lleva a observar que la opinión pública y los partidos opositores al gobierno son también un actor de veto frente a iniciativas “arriesgadas” del FGS, aun cuando estas vayan en la dirección del modelo de acumulación vigente.

Finalmente, si bien su rol como prestamista del sector público ofrece una alternativa más soberana que la deuda externa y más sostenible que el señoreaje, también es una ocupación de su capital que reduce los montos destinados a sostener el nivel de ingresos de los y las beneficiarios/as del SIPA, así como también a sostener inversiones de mayor impacto en el largo plazo articuladas con otras áreas del Estado y enmarcadas estratégicamente en el desarrollo de infraestructura y participación social en empresas nacionales. A su vez, es posible que el origen del capital del FGS desencadene en torno a su manejo no solo un debate técnico-político sino una intensa circulación de valores y afectos, una auténtica economía moral al decir de Fassin (2015) que, al posicionar el capital del FGS como “la plata de los jubilados”, esté agregando sobre los límites institucionales una presión social de “cuidado” sobre sus fondos y congelando por ello rumbos posibles, pero más venturosos. En este punto, parece necesaria la fuerza pública de un gran acuerdo o de grandes volúmenes de poder despótico para el establecimiento de objetivos más certeros y de mayor plazo para el FGS. Finalmente, es posible que un fondo soberano formado por las ganancias percibidas por el control estatal de una parte o la totalidad de algún recurso escaso y lucrativo no se enfrente a este veto, pudiendo adoptar una estrategia de estabilización y desarrollo más decidida.

Anexo de tablas

<https://drive.google.com/drive/folders/1NNw8CyIYJZ7i5LoxZ5yEbRfOqk3L44Pz?usp=sharing>

Bibliografía

- Almeida Gentile, P.; Jara Musuruana, L. y Tessmer, G. (2018). *Fondo de Garantía de Sustentabilidad: creación, evolución y perspectivas. Informes del Observatorio UNR N° 45*. Argentina: Observatorio Económico Social de la UNR.
- Azpiazu, D.; Manzaneli, P. y Schorr, M. (2011). “Concentración y extranjerización en la economía argentina en la posconvertibilidad (2002-2008)”. *Cuadernos del CENDES*, vol. 28, n° 76, 97-119.
- Barraza, S.; Rossi, M. A. y Ruzzier, C. A. (2018). “Sleeping with the enemy: The perils of having the government on(the)board”. *Journal of Comparative Economics*, vol. 50, n° 3.
- Bertranou, F.; Cetrángolo, O.; Grushka, C. y Casanova, L. (2011). *Encrucijadas en la seguridad social argentina: reformas, cobertura y desafíos para el sistema de pensiones*. Buenos Aires: CEPAL/Oficina Internacional del Trabajo.
- Brinks, D.; Murillo, M. V. y Levitsky, S. (2021). *La ley y la trampa en América Latina*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Calcagno, L. (2020). “La sustentabilidad de la seguridad social argentina: cómo medir el déficit de la ANSES (1993-2019)”. *Realidad Económica*, vol. 49, n° 333, 39-62.
- Calvi, G. (2018). “Distribución del ingreso, bienestar y privación en la Argentina (1974/1993-2016)”. *Realidad Económica*, vol. 47, n° 315, 85-123.

- Cantamutto, F. y Schorr, M. (2022). “El gobierno de Alberto Fernández: balance del primer año de gestión. Una mirada desde la economía política”. *e-l@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos*, vol. 20, n° 78.
- Cárdenas, M. (2010). “State Capacity in Latin America”. *Economía del Brookings Institution Press*, vol. 10, n° 2, 1-45.
- Cardoso, F. H. y Faletto, E. (1977). *Dependencia y desarrollo en América Latina*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Carpinacci, R. (2019). *Hacia una asociación público – privada para el financiamiento en infraestructura. El caso del Fondo de Garantía de Sustentabilidad*. Tesis de maestría en Administración y Políticas Públicas. Universidad de San Andrés.
- Castell, R. (1995). *Las metamorfosis de la cuestión social*. Buenos Aires: Paidós.
- Centro de Economía Política Argentina (CEPA) (2020). “La propuesta de una nueva ley de movilidad: ¿ajuste o beneficio para las personas mayores?”. *CEPA*. Disponible en: <https://www.centrocepa.com.ar/informes/276-la-propuesta-de-una-nueva-ley-de-movilidad-ajuste-o-beneficio-para-las-personas-mayores.html>.
- ____ (2023). “La movilidad previsional: análisis de las actualizaciones jubilatorias de la nueva ley”. *CEPA*. Disponible en: <https://centrocepa.com.ar/informes/425-la-movilidad-previsional-analisis-de-las-actualizaciones-jubilatorias-de-la-nueva-ley-agosto-2023>.
- Chaia De Bellis, J. (2019). “Modelos de acumulación y dirigismo: un análisis relacional de la estatización de empresas en la Argentina (1930-2018)”. *Realidad Económica*, vol. 48, n° 324, 95-126.
- Cibils, A. y Arana, M. (2019). “Financiarización y restricción externa en el proyecto neoliberal de Argentina”. En Levy Orlik, N. y Bustamante Torres, J. (coords.), *América Latina: movimiento de capitales y su efecto sobre el modelo liderado por las exportaciones* (pp. 123-148). México: Facultad de Economía UNAM.

- Cibils, A. y Ludueña, A. (2019). "Inclusión financiera, política social y financiarización de sectores populares en Argentina desde 2015". Presentado en las X Jornadas de Sociología "Escenarios recientes en América Latina: democracia, derechos y derechas". Área de Sociología del Instituto de Ciencia, Universidad Nacional de General Sarmiento, Los Polvorines, Argentina.
- Constantino, A. y Cantamutto, F. (2013). "Neodesarrollismo: ¿cuánto hay de nuevo?". *Herramienta. Revista de debate y crítica marxista*. Disponible en: <https://www.herramienta.com.ar/neodesarrollismo-cuanto-hay-de-nuevo>.
- Constantino, A. y Cantamutto, F. (2014). "Patrón de reproducción del capital y clases sociales en la Argentina contemporánea". *Sociológica*, vol. 81, n° 29. Disponible en: https://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0187-01732014000100002.
- Datz, G. (2012). "The Inextricable Link between Sovereign Debt and Pensions in Argentina, 1993-2010". *Latin American Politics and Society*, vol. 54, n° 1, 101-126.
- Diamand, M. (1972). "La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio". *Desarrollo Económico*, vol. 12, n° 45.
- Fassin, D. (2015). *At the heart of the state: the moral world of institutions*. Londres: Pluto Press.
- Ferrer, A. (1998). "América Latina y la globalización". *Revista de la CEPAL*. Disponible en: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/935a13d3-9a37-4df1-9d1d-c376209e198c/content>.
- Fundación Nuevas Generaciones (2019). *Inversiones del Fondo de Garantía de Sustentabilidad. Programa de Políticas Públicas*. Buenos Aires: Fundación Nuevas Generaciones en asociación/Fundación Hanns Seidel.
- García Zanotti, G.; Schorr, M. y Cassini, L. (2020). Nuevo ciclo neoliberal y desindustrialización en la Argentina: el gobierno de Cambiemos (2015-2019). *CEC*, vol. 13, n° 7, 65-96.

- Giddens, A. (2000). *Un mundo desbocado: los efectos de la globalización en nuestras vidas*. Madrid: Santillana.
- Gorodisch, M. (2017). “Telecom y Clarín volaron y el fondo de la ANSES ganó \$3560 millones. El Cronista”. Disponible en: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Telecom-y-Clarín-volaron-y-el-fondo-de-la-ANSeS-gano-3560-millones-20170704-0054.html>.
- Loma Negra (2023). “Loma Negra anuncia resultados del 1T23”. Disponible en: <https://investors.lomanegra.com/~media/Files/L/Loma-Negra-IR/press-release/q1-2023-earnings-press-release-es.pdf>.
- Lukin, T. (2018). “Los soldados de Macri para liquidar el fondo que blinda las jubilaciones”. *Letra P*. Disponible en: <https://www.lettrap.com.ar/nota/2018-2-22-13-49-0-los-soldados-de-macri-para-liquidar-el-fondo-que-blinda-las-jubilaciones>.
- Ministerio de Justicia de la Nación (12/7/2007). Decreto 897/2007. Creación y Fines del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto. Integración. Organización.
- Minoldo, S. y Pelaez, E. (2020). “Las cuentas del sistema previsional argentino: ¿ANSES en rojo?”. *Actividad Económica*, n° 102, 5-33.
- Nougues, T. (2020). “Entre la deuda y la inclusión social. Un análisis de la financiarización de la política asistencial argentina (1983-2019)”. *Diálogos Revista Electrónica de Historia*, vol. 21, n° 2, 109-139.
- O'Donnell, G. (1993). “Acercas del Estado, la democratización y algunos problemas conceptuales. Una perspectiva latinoamericana con referencias a países poscomunistas”. *Desarrollo Económico*, vol. 33, n° 130.
- Ostera, I. (2018). “La Anses colocó \$46 millones en un fondo de inversión del SBS, la firma del vice de Caputo”. *Bae Negocios*. Disponible en: <https://www.baenegocios.com/economia-finanzas/La-Anses-coloco-46-millones-en-un-fondo-de-inversion-del-SBS-la-firma-del-vice-de-Caputo-20180627-0077.html>.

- Pinto, A. (1970). "Naturaleza e implicaciones de la 'heterogeneidad estructural' de América Latina". *El Trimestre Económico*, vol. 37, n° 145, 83-10.
- Poder Ejecutivo Nacional (4/12/2008). Decreto 2103/2008. Modificaciones al Decreto N 897/07 en relación al Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino.
- Porta, F.; Santarcangelo, J. y Schteingart, D. (2017). "Un proyecto político con objetivos económicos. Los límites de la estrategia kirchnerista". En Castellani, A. y Pucciarelli, A. (coords.), *Los años del kirchnerismo: La disputa hegemónica tras la crisis del orden neoliberal*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Siglo XXI.
- Portantiero, C. (1977). "Economía y política en la crisis argentina (1958-1973)". *Revista mexicana de sociología*, vol. 39, n° 2, 531-565.
- Redacción de *Letra P* (2018). "Elsztain gana con todos: IRSA obtuvo casi seis veces más que en 2016". Disponible en: <https://www.lettrap.com.ar/nota/2018-2-8-17-9-0-elsztain-gana-en-todas-las-canchas-irsa-obtuvo-casi-6-veces-mas-que-en-2016>.
- Salvatierra, J. M. (2022). "Breve comparación de la gobernanza del fondo de sustentabilidad argentino y el fondo soberano noruego". *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, vol. 28, n° 1, 121-147.
- Salvia, A. (2015). "Heterogeneidad estructural, desigualdad económica y globalización en América Latina". En Hernández Gómez, E. y Ramírez Urquidy, M., *Bienestar y pobreza en América Latina: una visión desde la frontera norte de México* (pp. 11-54). Baja California: Universidad Autónoma de Baja California.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2017). "Preludio: modelo de acumulación. Una aproximación conceptual". *Unidad Sociológica*, vol. 10, n° 3, 6-10.
- Straccia, J. (2020). "Cuando negocias con un grupo de borrachos". *Perfil*. Disponible en: <https://www.perfil.com/noticias/columnistas/cuando-negocias-con-un-grupo-de-borrachos.phtml>.

Tilly, C. (2019). "Extraction and Democracy". *The New Fiscal Sociology: Taxation in Comparative and Historical Perspective* (pp. 173-182). Reino Unido: Cambridge University Press.

Villarreal, J. (1985). "Los hilos sociales del poder". Jozami, E.; Paz, P. y Villarreal, J. (cols.), *Crisis de la dictadura argentina: política económica y cambio social*. Buenos Aires: Siglo XXI.