

# Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino

Informe Trimestral – Segundo trimestre 2014

# FONDO DE GARANTÍA DE SUSTENTABILIDAD

SEGUNDO TRIMESTRE 2014

## Resumen Ejecutivo

- Durante el II T 2014 la cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad registró una variación interanual de 50% (\$136.736 millones), alcanzando al cierre de junio un valor de \$409.955 millones.
- De esta forma, durante el actual trimestre el valor del FGS creció a una tasa de 6,8%, equivalente a un monto de \$26.072 millones, lo que en ausencia de entrada de capital nuevo se explicó exclusivamente por la administración del Fondo.
- Comparativamente, el rubro de Disponibilidades y Otros fue el que más aumentó intertrimestralmente (31,1%), mientras que el que menos lo hizo fue Títulos y Obligaciones Negociables (2,7%). Los Depósitos a Plazo Fijo cayeron 3,8%.
- En términos absolutos, el rubro de la cartera con mayor dinamismo fue Disponibilidades y Otros (con un incremento de \$8.616 millones), seguido por Acciones (\$8.130 millones) y Títulos y Obligaciones Negociables (\$6.801 millones). En conjunto, estas tres inversiones representaron 90,3% del aumento del Fondo.
- El portafolio del FGS se compuso de la siguiente forma: Títulos y Obligaciones Negociables, 64,2%; Proyectos Productivos o de Infraestructura, 13%; Acciones, 10,2%; Disponibilidades y Otros, 8,9%, y Depósitos a Plazo Fijo, 3,7%.
- Pese a la volatilidad en los mercados acarreada por el fallo judicial contra la Argentina en los juicios con los fondos buitres, la estrategia de inversión del FGS posibilitó obtener rendimientos más seguros por unidad de riesgo que lo logrado por el mercado de valores (MERVAL).

## EL FGS CRECE 50% EN EL ÚLTIMO AÑO

**El Fondo registró un crecimiento trimestral de 6,8%, con lo que alcanzó una tasa de crecimiento interanual de 50%**

Durante el II T 2014 el FGS creció a una tasa de 6,8%, que si bien representa un desempeño suavizado respecto al gran dinamismo registrado en el trimestre anterior, posibilitó que el Fondo alcanzara una tasa de crecimiento inter anual del orden de 50%. En otras palabras, entre el cierre de junio de 2013 y el cierre de junio de 2014, el valor del FGS aumentó \$136.736 millones, alcanzando un hito en la historia del Fondo.

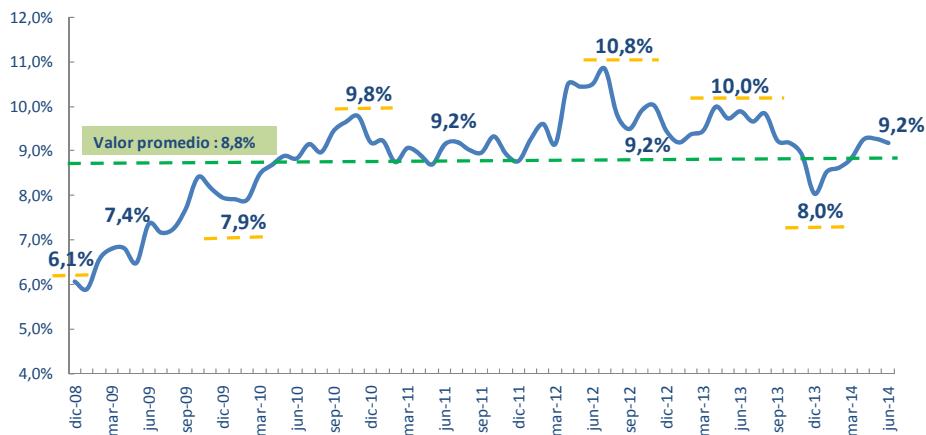
Durante el período que abarca el presente informe la cartera del FGS aumentó \$26.072 millones, de los cuales 33% correspondió a Disponibilidades y Otros; 31,2% a Acciones; 26,1% a Títulos y Obligaciones Negociables, y 12% a Proyectos Productivos o de Infraestructura.

El componente de la cartera que más creció inter trimestralmente fue Disponibilidades y Otros (31,1%), seguido por Acciones (24%). Cabe destacar que la inversión en Depósitos a Plazo Fijo cayó 3,8% respecto al cierre de marzo.

Si analizamos la estructura interna del FGS, el rubro con mayor peso relativo es Títulos y Obligaciones Negociables, aunque su crecimiento intertrimestral fue de apenas 2,7%. Al mismo tiempo, los Proyectos Productivos o de Infraestructura siguieron consolidándose como el segundo componente de mayor importancia en los instrumentos de inversión del Fondo, constituyendo 13% del total de la cartera (\$53.427 millones) con un crecimiento inter anual de 62,5%.

Tabla 1-1 Rendimientos Trimestrales					
Rendimiento en pesos (%)	II-T 2013	III-T 2013	IV- T 2013	I- T 2014	II-T 2014
Rendimiento de inversiones en Acciones	-6,6%	45,3%	5,9%	21,6%	24,0%
Rendimiento Otros	3,9%	9,7%	7,7%	16,0%	5,1%
Rendimiento total	3,2%	12,1%	7,6%	16,5%	6,8%

**Gráfico 1-1 Acciones del FGS en mercados de valores como % de capitalización de mercado**  
(Índice de capitalización bursátil)



Los sorprendentes fallos del sistema judicial estadounidense contra la Argentina por el reclamo de los fondos buitres se han traducido en cierta volatilidad en los mercados locales, que han reaccionado erráticamente ante los embates de los especuladores que intentan obtener beneficios extraordinarios con la recalificación del riesgo país y el disparo del cobro de seguros contra default.

Pese a este ambiente volátil, el valor de las Acciones manejadas por el FGS aumentó considerablemente durante el periodo de informe (24%), incluso superando el 21,6% alcanzado en trimestre previo.

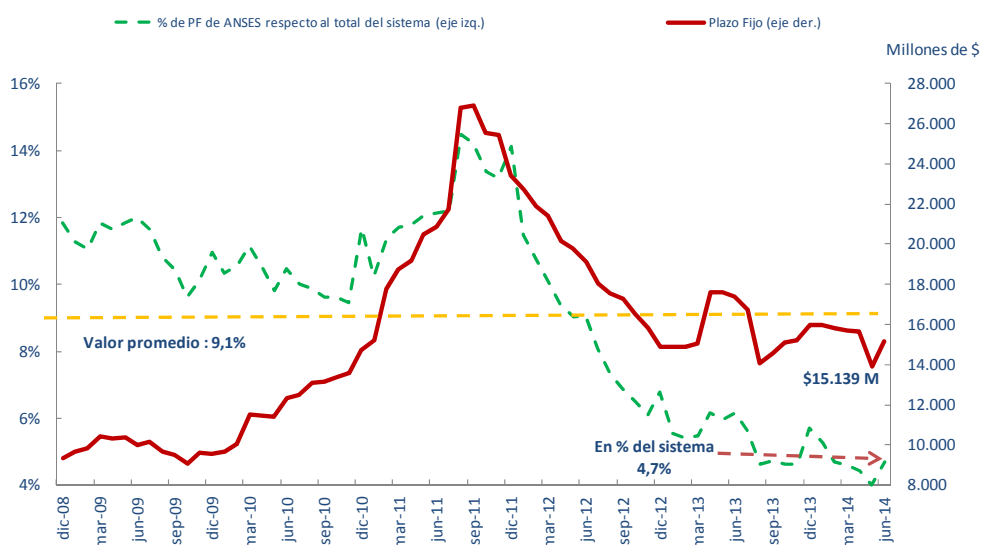
Como consecuencia de ello, durante el II T 2014 el valor de las Acciones del FGS como porcentaje de capitalización de mercado conservó la tendencia alcista que ha registrado desde diciembre de 2013, colocándose actualmente en 9,2% (0,4 p.p. más que el 8,8% del cierre de marzo).

Las compañías privadas donde mayor inversión en Acciones tiene el FGS son: Telecom Argentina S.A. (\$11.508 millones); Banco Macro S.A. (\$6.610 millones); Siderar S.A. (\$4.251 millones), Grupo Financiero Galicia S.A. (\$3.867 millones) y BBVA Banco Francés S.A. (\$1.627 millones), siendo ésta última la que más creció respecto a marzo (40,7%). En conjunto, el valor de las Acciones en estas cinco empresas representó 66,4% del total.

Tabla 1-2 Principales inversiones en Acciones del FGS (junio 2014)

Compañía	País	Acciones en millones de \$
Telecom Argentina S.A.	Arg	11.508
Banco Macro S.A.	Arg	6.610
Siderar S.A.	Arg	4.251
Grupo Financiero Galicia S.A.	Arg	3.867
BBVA Banco Francés S.A.	Arg	1.627

### Gráfico 1-2 Participación del total de Colocaciones del FGS en el Sistema Financiero



Por otro lado, durante el II T 2014 los Depósitos a Plazo Fijo colocados por la administración del FGS se redujeron 3,8%, posicionándose en \$15.139 millones y acumulando una caída desde diciembre de 2013 de \$857 millones (5,4%). Estos instrumentos representaron 4,7% respecto al total del sistema financiero, 4,4 p.p. por debajo del valor promedio de 9,1% pero 1 p.p. por encima del porcentaje correspondiente para el I T 2014.

Más de la tercera parte (38,9%) de las inversiones en Plazo Fijo del FGS se colocó en el Banco de la Nación Argentina S.A. y el resto se dividió en otras instituciones bancarias.

El valor de la cartera en instrumentos de Renta Fija ascendió a \$251.789 millones, dentro de los que destacan Bonos de la República Argentina Cuasi Par en pesos (\$66.834 millones); Bonos de la República Argentina con Descuento en dólares 8,28% 2033 Ley Argentina (\$35.519 millones); Bono de la Nación Argentina en dólares 9% 2018 (\$35.253 millones); Bonos de la Nación Argentina en pesos 2019 (\$14.890 millones), y Bonos de la Nación Argentina en pesos 2018 (\$14.675 millones).

En conjunto, estos cinco instrumentos totalizan \$167.171 millones, equivalentes a 66,4% del total de las inversiones en Renta Fija.

Tabla 1-3 Principales inversiones en Renta Fija del FGS (junio 2014)		
Emisor	País	Renta Fija en millones de \$
Bonos de la República Argentina Cuasi Par en Pesos 3,31% 2045	Arg	66.834
Bonos de la R.A. con Descuento en U\$S 8,28% 2033 Ley Argentina	Arg	35.519
Bono de la Nación Argentina en Dólares Estadounidenses 9 % 2018	Arg	35.253
Bonos de la Nación Argentina en Pesos 2019	Arg	14.890
Bonos de la Nación Argentina en Pesos 2018	Arg	14.675

Tabla 1-4 Principales inversiones en Plazo Fijo del FGS (junio 2014)		
Emisor	País	Plazo Fijo en %
Banco de la Nación Argentina S.A.	Arg	38,9%
Otras Instituciones Bancarias	Arg	61,1%

Tabla 1-5 Principales inversiones en Proyectos Productivos y de Infraestructura del FGS (junio 2014)		
Emisor	País	Inciso q) en millones de \$
NASA I Central Atucha II LIBOR+5% Vto. 2021 Serie A y B y valores rep. de deuda	Arg	14.487
PRO.CRE.AR.	Arg	12.414
ENARSA Barragán y Brigadier López Vto. 2021 LIBOR+5%	Arg	8.067
F.F. para Obras Públicas (Dec. 976/01) SISVIAL	Arg	5.949
EPEC	Arg	3.882

## Los Proyectos Productivos o de Infraestructura siguen registrando altos niveles de inversión

Los Proyectos Productivos o de Infraestructura son instrumentos de inversión que por su propia naturaleza cumplen un papel claramente social al financiar el lanzamiento de programas de suma importancia para el país que de otra forma no se llevarían a cabo porque su margen de rentabilidad no necesariamente coincide con el objetivo de maximización de ganancias de corto plazo del capital privado.

Estas diferencias de objetivos resultan en distintos marcos temporales para los que los agentes privados consideran conveniente invertir recursos. Frecuentemente notamos que los fondos privados de inversión tienden a evitar instrumentos con mayor maduración no por ser riesgosos, sino porque la materialización de sus rendimientos típicamente tarda más en llegar. Consecuentemente, la importancia de los Proyectos Productivos o de Infraestructura del FGS reside en su eficacia como herramienta de contrapeso para el sesgo que se observa contra invertir en instrumentos que no pueden generar rendimiento inmediato.

Paralelamente, los Proyectos Productivos o de Infraestructura estimulan la demanda agregada y mejoran la distribución del ingreso vía generación de trabajo, reduciendo las fluctuaciones en el ciclo económico y compensando la volatilidad de la producción vía ingreso disponible.

Reconociendo que el desempleo es una fuente importante de vulnerabilidad con repercusiones duraderas para las personas y sus familias, el FGS interviene responsablemente con Proyectos Productivos o de Infraestructura para crear una dinámica sustentable que impulsa capacidades productivas y refuerza condiciones sociales que fortalecen el contrato social.

Correspondientemente, durante el II T 2014 el monto asignado a Proyectos Productivos o de Infraestructura volvió a tener un gran desempeño, totalizando los \$53.427 millones, superando en \$3.116 millones lo alcanzado al cierre de marzo con una variación intertrimestral de 6,2% y una variación interanual de 62,5%. Dicho incremento se debe principalmente a nuevos desembolsos realizados por el Fondo, de acuerdo a lo proyectado, para las inversiones de Pro.Cre.Ar.

El Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar (Pro.Cre.Ar.) es un programa de gran importancia porque posibilita que miles y miles de familias argentinas tengan acceso a un crédito con tasas de interés preferenciales para materializar su derecho a una casa propia. Por ello, durante el II T 2014 siguió afianzándose en el segundo lugar de importancia relativa, alcanzando los \$12.413 millones y explicando 23,2% del total de las inversiones en este rubro.

Es importante destacar que las inversiones en Proyectos Productivos representan el 13% del total de la cartera del FGS, posicionándose nuevamente en el segundo lugar de importancia relativa dentro de la misma.

Las cinco inversiones más importantes por monto destinado alcanzaron los \$44.799 millones y representaron 83,9% del total de los Proyectos Productivos o de Infraestructura. La Central Nuclear Atucha II siguió siendo la principal inversión, con \$14.487 millones (27,1%).



## Administración del FGS

El valor total de la cartera del FGS ascendió a \$409.955 millones

Tabla 2-1 Indicadores clave al último día hábil de cada trimestre					
Valor del FGS en millones de pesos	II-T 2013	III-T 2013	IV- T 2013	I-T 2014	II-T 2014
Acciones	18.090	26.278	27.838	33.842	<b>41.972</b>
Títulos y Obligaciones Negociables	182.722	200.976	215.584	256.323	<b>263.124</b>
Depósitos a Plazo Fijo	17.365	14.541	15.996	15.730	<b>15.139</b>
Proyectos Productivos o de Infraestructura	32.874	37.944	44.677	50.310	<b>53.427</b>
Disponibilidades y otros	22.168	26.518	25.378	27.678	<b>36.294</b>
<b>Total FGS</b>	<b>273.219</b>	<b>306.257</b>	<b>329.472</b>	<b>383.883</b>	<b>409.955</b>
Ingreso de capital nuevo	2.000	0	0	0	<b>0</b>
Rendimiento del FGS	6.358	33.038	23.215	54.411	<b>26.072</b>
Rendimiento trimestral neto (%)	2,4%	12,1%	7,6%	16,5%	<b>6,8%</b>
Cambio total en el Fondo	8.358	33.038	23.215	54.411	<b>26.072</b>
<b>Cambios de valor desde el primer ingreso de capital al FGS (dic 2008)</b>					
Ingreso bruto de capital nuevo	115.835	115.835	115.835	115.835	<b>115.835</b>
Rendimiento del FGS	157.384	190.422	213.637	268.048	<b>294.120</b>
Valor del FGS	273.219	306.257	329.472	383.883	<b>409.955</b>

Luego que el trimestre pasado el FGS alcanzara un nivel de crecimiento nunca visto en toda su historia, durante el actual periodo de informe el Fondo suavizó su desempeño y cerró con una tasa de crecimiento de 6,8% equivalente a un rendimiento neto de \$26.072 millones.

De esta forma, durante el II T 2014 el valor de la cartera del FGS se posicionó en los \$409.955 millones, que comparados con los \$273.219 millones registrados en igual periodo del año anterior significan un aumento de 50%.

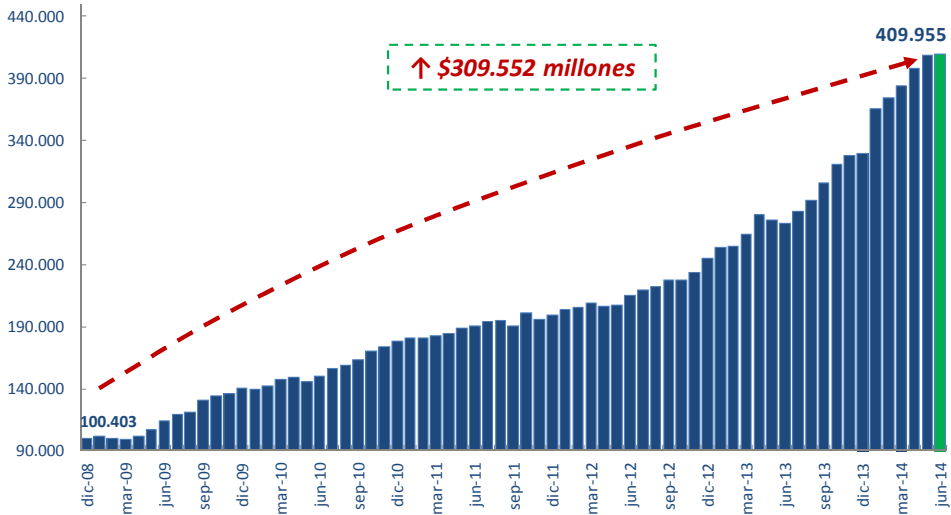
En otras palabras, entre el II T 2013 y el II T 2014 el FGS creció a una tasa trimestral promedio del orden de 10,7%, acumulando una variación de \$136.736 millones, casi 1,4 veces el valor que tenía el Fondo cuando fue conformado.

La cartera del Fondo se integró de la siguiente forma: Títulos y Obligaciones Negociables (64,2%); Proyectos Productivos o de Infraestructura (13%); Acciones (10,2%); Disponibilidades y Otros (8,9%), y Depósitos a Plazo Fijo (3,7%).

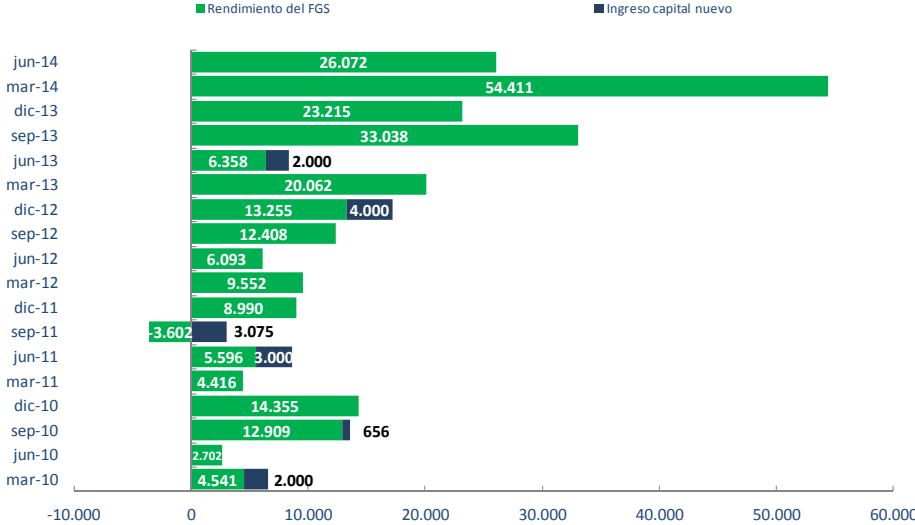
Los instrumentos financieros que más variaron en términos relativos fueron Disponibilidades y Otros (31,1%) y Acciones (24%), mientras que el valor de los Depósitos a Plazo Fijo cayó 3,8%. Nominalmente, el cambio en el valor de la cartera del Fondo se explicó principalmente por las Acciones y por los Títulos y Obligaciones Negociables, que en conjunto representaron 57,3% de los \$26.072 millones de rendimiento trimestral.

De esta forma, observamos que el valor de la cartera del FGS ha aumentado 308,3% desde el 31 de diciembre de 2008, que equivale a \$309.552 millones.

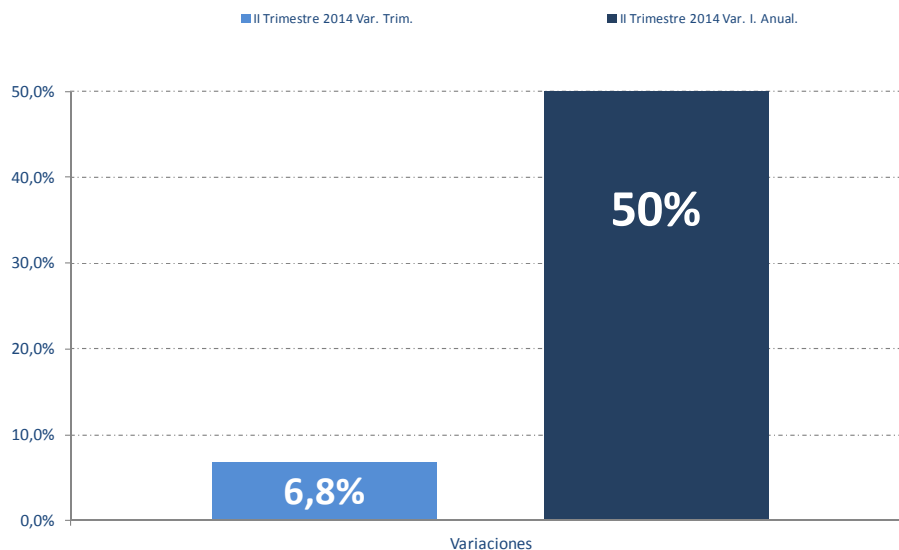
**Gráfico 2-1 Valor del FGS**  
(en millones de \$ al último día hábil de cada mes)



**Gráfico 2-2 Cambio en el valor del FGS**  
(Variación trimestral en millones de \$)



### Gráfico 2-3 Variación Trimestral y Anual del FGS



	II-T 2012	II-T 2013	II-T 2014
Cociente Sharpe FGS	0,32	0,26	0,70
Cociente Sortino FGS	0,67	1,44	2,31
Cociente Sharpe Merval	-0,44	-0,22	0,66
Cociente Sortino Merval	-0,40	0,37	1,27
Cociente Sharpe IAMC	0,26	-0,19	0,45
Cociente Sortino IAMC	0,32	0,54	1,78

### Manejo eficiente de riesgo entre la turbulencia de los fallos judiciales estadounidenses

A diferencia de los fondos privados de inversión cuyo objetivo primordial es la maximización del valor de sus activos en el corto plazo, el FGS apunta a acrecentar el valor de la cartera con un portafolio de inversión diversificado que genere el mayor rendimiento posible en un marco de seguridad de mediano y largo plazo.

En ese sentido, es importante mencionar que los recientes fallos del sistema judicial estadounidense contra la Argentina por el caso de los fondos buitres han provocado inestabilidad en los mercados locales, con una extrema volatilidad y alto componente de riesgo.

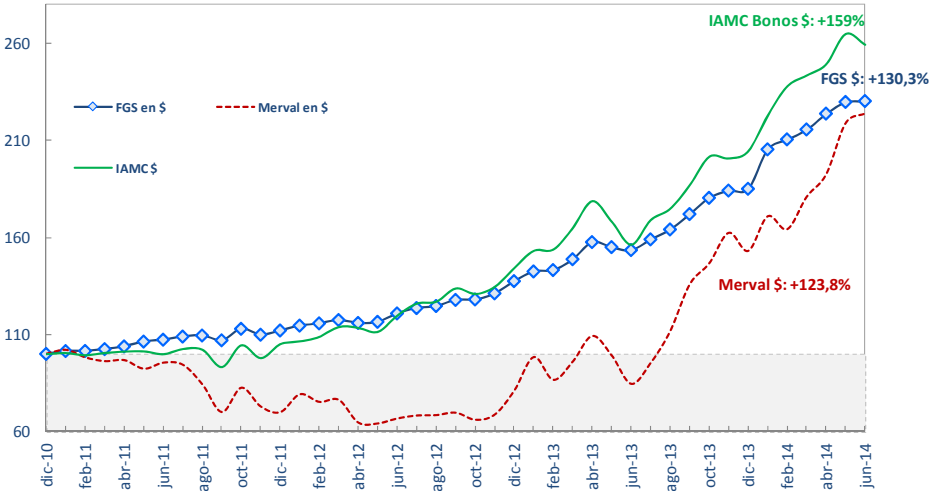
Pese a ello, durante el II T 2014 el rendimiento ajustado a riesgo del FGS fue mayor que el correspondiente al Mercado de Valores (Merval) de acuerdo con los coeficientes de Sharpe y de Sortino (los dos parámetros más comúnmente utilizados para comparar el rendimiento de una cartera manteniendo constante la unidad de riesgo).

Debido en parte a las sucesivas olas especulativas que se presentaron respecto a la calificación del riesgo país, el FGS tuvo resultados mixtos en el mercado de bonos, superando el rendimiento del IAMC bajo el coeficiente de Sortino y quedándose ligeramente atrás con relación al de Sharpe.

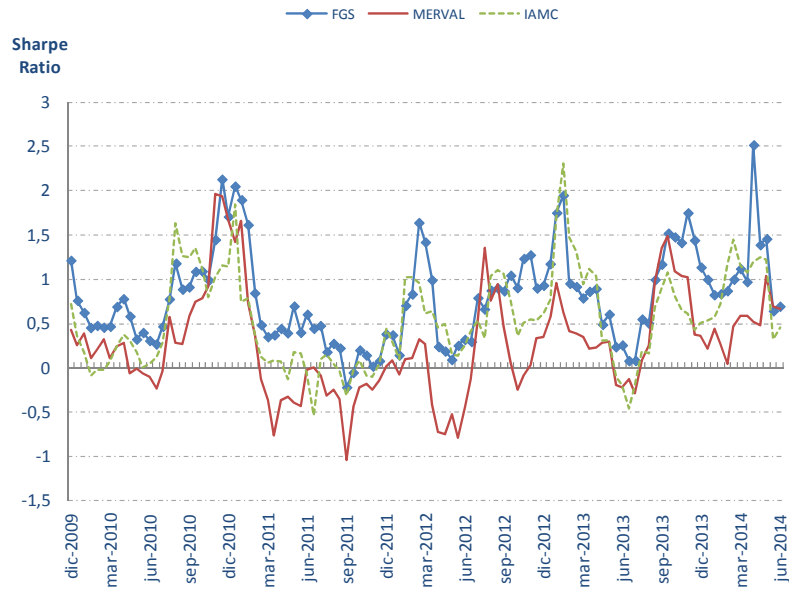
Cabe remarcar que, desde diciembre de 2010 el valor del FGS ha crecido 130,3%, por encima del Merval (123,8%), aunque menos que el índice de bonos IAMC (159%).

**Gráfico 2-4 Comparación de la Evolución del FGS vs. Principales Índices**  
(en \$)

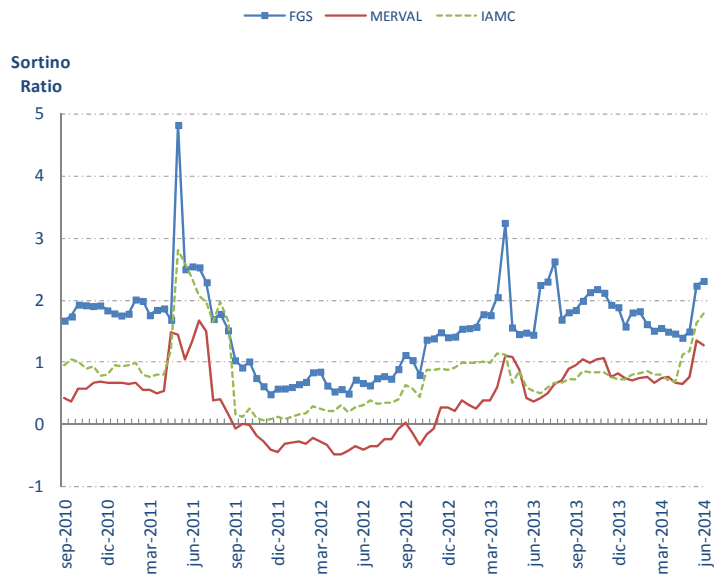
Base 100 = Dic-10



### Gráfico 2-5 Coeficiente de Sharpe



### Gráfico 2- 6 Coeficiente de Sortino



## Límites de inversión del FGS

Tal como ha venido sucediendo desde su creación, la administración del Fondo respetó estrictamente los umbrales de inversión establecidos en su normativa como mecanismos de seguridad para evitar sobreexposición de riesgo.

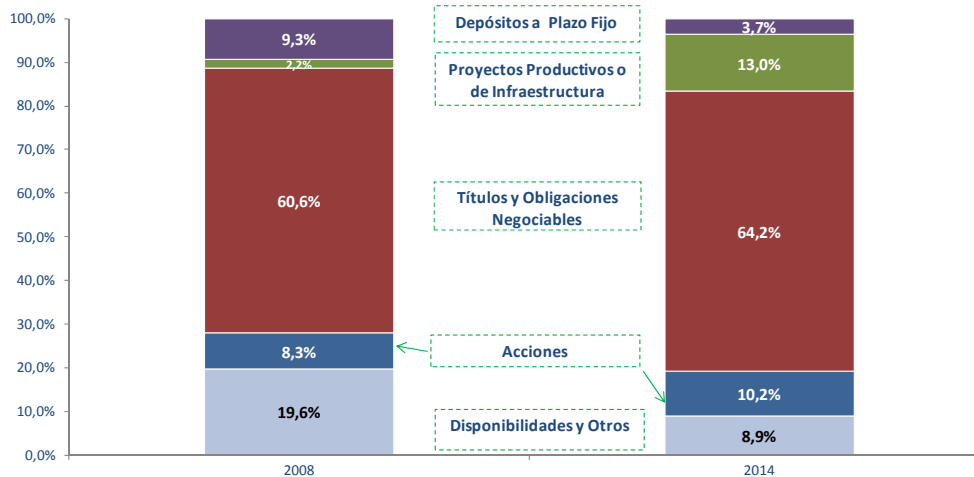
Las operaciones de crédito público de la Nación siguieron representando la mayoría de las inversiones del FGS con 61,4%, lo que constituyó una caída de 2.5 p.p. respecto al I T 2014.

Las Acciones representaron 10,1% de la cartera (un crecimiento intertrimestral de 1,4 p.p.), muy lejos del límite establecido de 50%, mientras que los Depósitos a Plazo Fijo, por su parte, cayeron de 4,1% a 3,7%.

Los Proyectos Productivos o de Infraestructura se ubicaron en 13%, dejando amplio margen de maniobra antes de alcanzar el tope máximo de 20% de la cartera.

Inciso	Característica	Mínimo	Máximo	Participación mensual				
				II T 2013	III T 2013	IV T 2013	I T 2014	II T 2014
<b>Disp.</b>	Disponibilidades.		<b>10%</b>	3,2%	3,8%	2,8%	2,1%	3,7%
<b>Inc. a) TGN</b>	Títulos Públicos, Letras del Tesoro o préstamos de los cuales resulte deudora la Nación. <b>Podrá aumentarse al 100%</b> en la medida en que el excedente cuente con recursos afectados específicamente a su cumplimiento o con garantías reales u otorgadas por organismos o entidades internacionales de los que la Nación sea parte.	-	<b>50%-100%</b>	63,4%	62,3%	62,4%	63,9%	61,4%
<b>Inc. b) TEE</b>	Títulos públicos provinciales, municipales o emitidos por empresas y organismos públicos.	-	<b>30%</b>	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
<b>Inc. c) ONL</b>	Obligaciones Negociables emitidas a dos o más años de plazo.	-	<b>40%</b>	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%
<b>Inc. g) CDF</b>	Depósitos a Plazo Fijo.	-	<b>30%</b>	6,4%	4,7%	4,9%	4,1%	3,7%
<b>Inc. h) ACC</b>	Acciones.	-	<b>50%</b>	6,5%	8,5%	8,4%	8,7%	10,1%
<b>Inc. i) ACP</b>	Acciones de empresas privatizadas.	-	<b>20%</b>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Inc. j) CFA</b>	Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión.	-	<b>20%</b>	2,2%	2,3%	2,4%	2,3%	2,4%
<b>Inc. o) FFE</b>	Fideicomisos financieros estructurados.	-	<b>10%</b>	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	1,4%
<b>Inc. p) OFF</b>	Fideicomisos financieros no incorporados en los incisos n), ñ) o) y q)	-	<b>20%</b>	0,2%	0,1%	0,2%	0,4%	0,4%
<b>Inc. q) PPI</b>	Títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, u otros títulos valores en general representativos de deuda cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina.	<b>5%</b>	<b>20%</b>	12,0%	12,4%	13,6%	13,1%	13,0%
<b>Inc. r) R</b>	Créditos a los beneficiarios del SISTEMA INTEGRADO PREVISIONAL ARGENTINO.	-	<b>20%</b>	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%
<b>Total</b>				100%	100%	100%	100%	100,0%

### Gráfico 2-7 Participación Porcentual por Tipo de Activo 05-Dic-2008 vs. 30-Junio-2014



### Calificación de la cartera

Tabla 2-4 Distribución de la Cartera según Calificación de Riesgo	
A junio 2014	
Títulos Públicos Nacionales	61,42%
Grado de Inversión	29,83%
Inciso q) sin calificación	3,21%
Sin Calificación y Otros Créditos	0,01%
Inciso R	0,91%
Activos con calificación por debajo de la requerida	4,63%

Tabla 2-5 Inversiones de Renta Fija del FGS al 30 de junio de 2014 con base en calificaciones de riesgo. Porcentaje de participación													
Calificación	AAA	AA	A+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	B+	B-	CCC-	D	S/C	Total
Bonos gubernamentales												66,8%	66,8%
Bonos provinciales		0,1%			0,01%	0,3%	0,01%	0,6%	0,02%			0,01%	1,0%
Bonos gubernamentales ajustados por CER*												28,9%	28,9%
Obligaciones negociables	0,004%	2,8%	0,01%	0,1%		0,2%	0,2%			0,01%	0,0%		3,3%
<b>Total</b>	<b>0,004%</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,0%</b>	<b>95,7%</b>	<b>100,0%</b>

\* Incluye Otros Títulos Públicos.