

Resumen

Primer balance del sistema Previsional: mucho uso con poca transparencia

- A cinco meses de la eliminación del sistema previsional de capitalización, el Gobierno Nacional hizo de esta medida su principal fuente financiera de corto plazo.
- En tres meses el Estado utilizó \$3.100 millones de la ANSeS para auto financiarse y destinó \$1.920 millones para estimular la demanda canalizando recursos a través del sector financiero.
- A su vez, está planeado disponer de hasta \$13.200 millones para empujar el consumo y la inversión privada, \$18.400 millones para obras públicas y \$1.000 millones que se habrían utilizado en el canje de Préstamos Garantizados.
- Si bien no es atípico que los fondos previsionales se utilicen contracíclicamente, preocupa el uso intensivo que se le está dando y la baja transparencia con que se maneja la ANSeS.
- ¿Se están diluyendo los ahorros de los futuros jubilados? ¿O se asegura el Gobierno su solvencia al fondearse a tasas menores a las del mercado y empujar el crédito?
- Las tasas a las que se están aplicando los fondos de la ANSeS no garantizan una rentabilidad mínima para conservar su poder adquisitivo. Eso no sería un problema si el destino de los fondos alentaran el desarrollo del país. Pero no ocurre así: prevalece el sobre gasto político y los planes de estímulo tienen bajos resultados.
- Por ejemplo, el Gobierno se está endeudando con la ANSeS a una tasa de entre 12% y 15% nominal anual, hasta 30 puntos menos de lo que rinden instrumentos de deuda similares emitidos por el Tesoro Nacional en el mercado.
- En las licitaciones para préstamos, las tasas oscilan entre 11% y 14% nominal anual y no cubren la inflación esperada. Como contrapartida, permiten ofrecer crédito a tasas accesibles, aunque sino se genera confianza esos créditos de poco sirven.
- El uso de los fondos de la ANSeS refleja las urgencias financieras. En los primeros 3 meses del año el superávit primario se redujo a la mitad. Y sin computar ingresos por \$ 3.000 millones de la ex AFJP, las cuentas públicas estarían cerca del déficit.
- Si bien el objetivo de la estatización de las AFJP puede ser comprendido, su intención principal está siendo financiar sobre-gastos como lo ha hecho históricamente la Argentina y tan mal ha terminado. Así, no preocupa si el sistema es estatal o privado, sino el bajo grado de profesionalismo con que se lo maneja.

Primer balance del sistema Previsional: mucho uso pero poca transparencia

Los fondos de la ANSeS se están usando intensivamente. En tres meses el gobierno utilizó \$3.100 millones para auto financiarse, destinó \$1.920 millones para impulsar la demanda, y hay planeado disponer hasta \$13.200 millones para empujar consumo e inversión privada y \$18.400 millones para obras públicas. Si bien no es atípico que el dinero previsional se utilice contracíclicamente, preocupa su derroche en gastos políticos, la baja transparencia con que se maneja la ANSeS y la descapitalización vía tasas del sistema previsional. Mientras la desconfianza prevalezca y los ingresos sigan en deterioro, será difícil reactivar la economía solo con crédito.

A cinco meses de la eliminación del sistema previsional de capitalización y su traspaso a la ANSeS, el Gobierno Nacional hizo de esta medida su principal fuente financiera de corto plazo, utilizándola para dos fines principales:

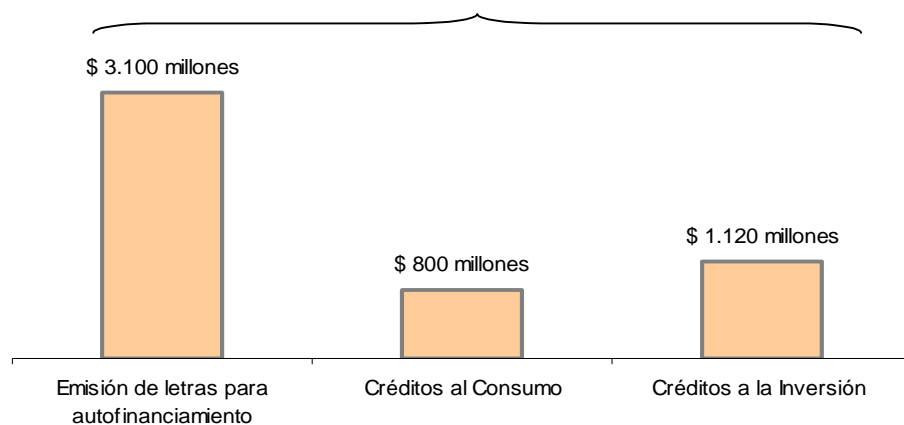
- Autofinanciamiento, mediante emisión de Letras.
- Incentivar el consumo y la inversión

Si bien no es atípico que los fondos previsionales se utilicen para reactivar la economía en épocas críticas, los numerosos usos que le están dando abren una nebulosa sobre la sustentabilidad de mediano y largo plazo del sistema previsional. ¿Se están diluyendo los ahorros de los futuros jubilados? ¿O se asegura el Gobierno su solvencia de corto plazo al fondearse a tasas bajas y empujar vía crédito la economía?

1) Cómo se están utilizando los fondos de la ex AFJP

A fines de 2008, el Gobierno puso fin al Sistema Previsional de Capitalización (AFJP) traspasando activos por \$87.990 millones¹ a la ANSES más un flujo anual estimado en \$14.000 millones por los aportes mensuales. Desde entonces, el Estado hizo de estos fondos su principal política de financiamiento y buscó estimular el consumo y la inversión asignando parte de ellos como crédito al sector privado. Un análisis del monto utilizado hasta el momento arroja el siguiente escenario:

Monto total utilizado de los Fondos de las ex AFJP: \$5.020 millones



¹ Valuación al 10/10/08.

Básicamente:

● Tras la estatización de las AFJP, el Gobierno Nacional realizó dos operaciones significativas con la ANSeS que le aseguraron un financiamiento por \$ 3.100 millones, la mitad del stock total de Letras que el Gobierno Nacional tiene hoy colocadas en el sistema previsional (el otro 50% corresponde a operaciones previas a la reforma).

Operación 1: Fue una suscripción directa de Letras del Tesoro Nacional por \$ 1.500 millones con fecha de emisión 1 de abril (se publicó en el Boletín Oficial el 13 de abril). El destinatario es el Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentina, dependiente de la ANSeS².

Operación 2: Fue un programa de emisión de Letras del Tesoro a la ANSeS por hasta \$ 1.600 millones, realizado en diciembre de 2008 a un plazo de 90 días.

● Si bien la financiación del Tesoro Nacional es el principal destino que le dio el Gobierno Nacional a los fondos de la ANSeS, también se canalizaron los fondos previsionales al financiamiento de planes de estímulo del consumo y la inversión.

● Mediante este mecanismo la ANSeS financia la adquisición de diversos bienes y activos. Licita la colocación de plazos fijos entre los bancos privados con el compromiso de que éstos vuelquen esos fondos en préstamos con fines específicos.

● Financiamiento al consumo y la Inversión: hasta el momento se adjudicaron plazos fijos por \$1.920 millones para destinar a créditos al consumo y la inversión (\$800 millones para consumo y \$1.120 millones para inversión).

Fecha de licitación	Monto adjudicado en mill.\$	Destino del crédito
13/03/2009	100	Crédito para refacción y ampliación de vivienda
06/03/2009	150	Equipamiento informático y compras de otros bienes durables
25/02/2009	150	Distintos fines
27/01/2009	50	Sector auopartista
19/01/2009	170	Prefinanciación de exportaciones
07/01/2009	300	Crédito a Pymes
22/12/2008	400	Crédito a Pymes
16/12/2008	200	Compra de autos nuevos
16/12/2008	200	Créditos Personales
16/12/2008	200	Créditos a Pymes
Total	1.920	

● En total, se llevan utilizados \$5.020 millones de los fondos de las ex AFJP. Sin embargo, ese monto se incrementará sustancialmente si se tienen cuenta 1) las necesidades financieras del año y 2) que si bien solo se asignaron \$1.920 millones a

² A través de la disposición 21/09 se estableció la emisión de una Letra del Tesoro por \$ 500 millones, a una tasa de interés de 14,59% nominal anual, y amortización íntegra al vencimiento previsto para el 28 de septiembre próximo (Letra a 180 días). Por otra parte, a través de la disposición 22/09, el Tesoro de la Nación dispuso la emisión de una Letra con vencimiento el 28 de diciembre de 2009 (con la misma tasa de interés que la anterior), por un importe de \$ 1.000 millones.

financiar consumo e inversión, en total el programa de crédito anunciado asciende a \$13.200 millones.

- Efectivamente, en los planes de la ANSeS está destinado: \$ 3.100 millones a la compra de autos 0 km, \$ 650 millones a la compra de taxis, \$ 3.500 millones en créditos para electrodomésticos, \$ 3.000 millones en créditos a las pymes, \$ 1.700 millones de crédito para el agro y \$ 1.250 millones en crédito a las empresas industriales. De todos modos, por el bajo grado de éxito de muchos de estos planes, seguramente se terminarán adjudicando montos inferiores a lo planeado.
- A los planes de incentivo al consumo se suman las obras públicas. Los planes son: \$ 10.900 millones para la construcción de viviendas, \$ 4.074 millones para el soterramiento del Ferrocarril Sarmiento, \$ 2.500 millones para la construcción de centrales térmicas y \$890 millones en un crédito a AySA para construir dos plantas potabilizadoras. Son en total: \$18.364 millones destinados a obras.

Perspectivas: el uso agresivo que se le está dando a los fondos jubilatorios pone en dudas la sustentabilidad del nuevo sistema previsional. Hay tres factores bajo la lupa: 1) la ausencia de transparencia en el manejo de los fondos de la ANSeS³, 2) la financiación de gastos que está haciendo el Gobierno con fondos jubilatorios que ocultan el deterioro del superávit fiscal, y 3) la colocación de los fondos de la ANSeS a tasas menores a las del mercado, descapitalizando el sistema previsional y sin perspectivas de lograr reactivar la economía por esa vía.

2) Tasas, fondeo y desinformación

Las tasas a las que presta sus recursos la ANSeS son significativamente inferiores a las vigentes en el mercado. Esto tiene consecuencias negativas y positivas.

- Consecuencias negativas: se le genera una pérdida implícita a los futuros jubilados si el impacto de esa medida no se visualiza.
- Consecuencias positivas: al fondearse a tasas más bajas, el Gobierno facilita su solvencia en el corto y mediano plazo. A su vez, vía licitaciones, se pone a disposición de empresas y consumidores financiamiento a tasas más accesibles que deberían permitir reactivar la demanda vía crédito.

El Gobierno argumenta que esas operaciones sirven para “disciplinar” al mercado. Pero si bien ayuda, en ese argumento se desconoce un punto: que las tasas a las que se están aplicando los fondos de la ANSeS hoy no garantizan la rentabilidad mínima que deberán tener los futuros jubilados para conservar el poder adquisitivo de sus ingresos.

Quizás por este motivo el Gobierno solo informa parcialmente las tasas a las que se financia y a las cuales se licitan los créditos para consumo, inversión y obras, que, en todos los casos son muy inferiores a las de mercado, e inclusive a la inflación real.

³ El Artículo 11 de la Ley de estatización de los fondos de las AFJP dispuso la creación de la Comisión Bicameral de Control en el ámbito del Congreso de la Nación. A cinco meses del dictado de la ley la Comisión no ha sido constituida. Asimismo, el Artículo 12, estableció la creación del Consejo del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentina, para monitorear los recursos del sistema. Pero tampoco ha sido constituido.

Por ejemplo: el Gobierno se está endeudando con la ANSeS a una tasa entre 12% y 15% nominal anual. Este rendimiento difiere con lo que rinden instrumentos de deuda similares emitidos por el Gobierno Nacional en el mercado. Los títulos públicos más representativos de la Argentina (benchmark) tienen un rendimiento que oscila entre 35% y 45% anual. Es el caso de las series más operadas de Boden. Aun los instrumentos de más corto plazo (Bonar, etc) ostentan rendimientos nunca inferiores a 20%.

En el caso de las licitaciones para préstamos, las tasas de estas operaciones se ubicaron entre 11% y 14% nominal anual, también por debajo de la inflación esperada. La colocación de fondos a tasas bajas no sería un problema si con ellos se alentara el desarrollo del país. Pero no ocurre así: en su uso, prevalece el sobre gasto político y los planes de estímulo tienen bajos resultados porque persiste la desconfianza en la población y se incrementan los problemas de ingresos de las familias.

Perspectivas: los fondos de la ANSeS se están colocando a tasas que no llegan a compensar la inflación real esperada para este año. En términos financieros, implica descapitalización del patrimonio de la ANSeS. Esto no sería negativo si, por ejemplo, el uso de fondos para reactivar la demanda diera resultados. Pero hasta ahora el impacto ha sido muy bajo y lo que no se contempla, es que el mayor problema de la Argentina es la falta de confianza que se acentúa en un escenario de ingresos en deterioro.

3) Conclusiones

Las necesidades fiscales del gobierno son elocuentes y los manotazos a la ANSeS inevitables. En los primeros tres meses del año el superávit fiscal primario cayó 49%. Pasó de \$ 8.844 millones en el primer trimestre de 2008 a solo \$ 4.502 millones en el mismo periodo 2009. Si se toma el resultado financiero la caída se amplía a 80% con un saldo positivo de sólo \$ 951 millones. Pero a ese resultado se llega computando ingresos por casi \$ 3.000 millones provenientes de los aportes de los ex afiliados a las AFJP. Sin estos fondos las cuentas públicas estarían cerca del déficit.

Los fondos de las ANSeS son la casi única herramienta que tiene el gobierno para cubrir sus necesidades financieras, y el único instrumento para hacer política fiscal. Sin embargo, todo se hace al revés: la reactivación del consumo y la inversión se está encarando vía créditos al sector privado, en tanto el gobierno usa los fondos para financiar gasto político. Esto pone al país en una disyuntiva de difícil resolución en términos políticos y económicos. Por un lado, tomar fondos a baja tasa provenientes del sistema previsional asegura (pero no garantiza) una solvencia intertemporal de corto y mediano plazo que de otra manera no se podría alcanzar.

Sin embargo, el logro de este objetivo implica resignar solvencia intertemporal futura, en vista de que a) la rentabilidad promedio del sistema de reparto es menor a la de mercado y a la inflación, b) el manejo y supervisión de la aplicación de estos fondos no tienen la transparencia esperada; c) la aplicación de los fondos no es eficiente; y d) el gobierno derrocha fondos en financiar sobre-gastos como lo ha hecho históricamente la Argentina y tan mal ha terminado. Así, no preocupa si el sistema es estatal o privado, sino el bajo grado de profesionalismo y la urgencia con que se lo maneja.

El Estado tiene la obligación de mejorar las falencias que prevalecían con el sistema de capitalización privada. Pero los resultados del primer balance, muestran que esa tarea sigue inconclusa.