

¿Cuál es el efecto de la brecha sobre la sostenibilidad cuentas públicas?

Recientemente la coyuntura económico-financiera se vio sacudida por una fuerte discusión sobre los efectos de las ventas de títulos públicos en poder del BCRA. Esto se hace, desde ya, para estabilizar el precio del dólar bursátil, que surge como el cociente de las cotizaciones de los títulos públicos expresados en pesos y en dólares, en un contexto de control de capitales.

En particular, había 2 versiones de la historia: i) las ventas de títulos se hacen a buen precio ya que el Tesoro - BCRA lleva su contabilidad al dólar oficial y “vende brecha”, obtenido así una ganancia de capital sobre sus operaciones debajo de la línea. Este sería el efecto “Lopez Alfaro”, en honor al primer economista que levantó la mano en esta dirección (<https://twitter.com/Slopezalfaro/status/1321893637639311360?s=08>). ii) El Tesoro se endeuda al 15% ya que transfiere títulos en poder del sector público al sector privado, debiendo en algún momento pagarlos. Hoy los bonos post-canje cotizan a paridades bajas, llevando las tasas de retorno (TIR) a la zona del 14-15%.

El propósito de este ejercicio es dilucidar cual de las versiones es la correcta.

Encontramos que ambos efectos operan simultáneamente y, por ende, dependiendo de los parámetros estimados, una reducción de la brecha puede llevar a un deterioro o a una mejora de la posición patrimonial del sector público consolidado. Esto es, los efectos de la venta de títulos sobre la sostenibilidad macro depende, entre otras cosas, de la demanda de saldos reales. En la actualidad el BCRA vende activos a un ritmo anualizado del 0.5% del PBI. Para elasticidades de dinero elevadas, una reducción de la brecha mejora la posición patrimonial, reduciendo las ventas un 20%, ya el incremento en la demanda de dinero genera una mejora en el impuesto inflacionario que más que compensa el efecto Lopez Alfaro (el cual se reduce). Para elasticidades bajas, domina el efecto Lopez Alfaro, observándose un aumento en las ventas del 20%.

Imagine la restricción presupuestaria del sector público consolidado. Asumimos que el Gobierno tiene los siguientes instrumentos para financiar el déficit: a) bonos en dólares B_t^g , un valor positivo denota una acreencia, los cuales cotizan al contado con liquidación $E_t S_t$, donde la primera variable es el tipo de cambio de oficial y la segunda la brecha, $S_t = 1 + \gamma_t$, y pagan interés r^* . b) emisión de dinero, $M_t - M_{t-1}$. c) Impuestos de suma fija, $P_t T$. Con estos instrumentos financia el gasto primario $P_t G$.

Por simplicidad se asume que:

- 1) Hay un único bien, PPP y $P^* = 1$.
- 2) El producto nominal es igual al producto real y no hay crecimiento real (i.e. $Y_t = P_t y = P_t$)

La restricción presupuestaria del sector público consolidado es:

$$S_t E_t (B_t^g - B_{t-1}^g) + P_t G = P_t T + M_t - M_{t-1} + S_t E_t r^* B_{t-1}^g$$

Sea $D = G - T$ y suponga $r^* = 0$. En términos de PBI la expresión viene dada por:

$$(B_t^g - B_{t-1}^g) = \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t S_t} - \frac{D}{S_t} \quad (1)$$

Contablemente, podemos identificar el efecto Lopez Alfaro (D/S): una suba de la brecha licua el déficit ya que aumenta el valor en pesos corrientes del patrimonio del BCRA. A su vez, vemos el efecto negativo sobre la sostenibilidad de la economía: más brecha, dado todo lo demás, implica más señoraje. Esto es así ya que existe un piso sobre $(B_t^g - B_{t-1}^g)$ expresado en “dólares duros” dado por el stock del BCRA de estos instrumentos.

Hasta aquí, las cuestiones contables. Ahora debemos introducir comportamiento. Para ello asumimos que existe una demanda de dinero:

$$m_t^d = \frac{M_t}{P_t} = L(c, i)$$

Cómo siempre, se asume que la demanda de saldos reales crece con el consumo, c , el cual se asume constante, y decreciente en la tasa de interés nominal. A su vez, asumimos una paridad de intereses ampliada:

$$1 + i = (1 + r^*)(1 + \gamma) \frac{E_{t+1}}{E_t}$$

A su vez, se asume que el BCRA lleva una regla de agregados, creciendo a tasa $\mu > 0$. Nos concentramos en un equilibrio parcial, el consumo se asume constante, en el que los saldos reales son constantes.

Utilizando la ecuación 1, obtenemos, recordando que $r^* = 0$:

$$(B_t^g - B_{t-1}^g) = \frac{\mu}{1 + \mu} \left\{ \frac{1}{1 + \gamma} \right\}_{II} \{L(c, (1 + \mu)(1 + \gamma))\}_{III} - \left\{ \frac{1}{1 + \gamma} \right\}_I D \quad (2)$$

Diremos que la economía es más sostenible si aumenta la acumulación de activos del sector público, $B_t^g - B_{t-1}^g$, o al menos no disminuye. La ecuación 2, ante una baja de la brecha, puede interpretarse cómo:

- I) Efecto Lopez Alfaro $\frac{D}{1 + \gamma}$, aumenta la carga del déficit, **empeora la sostenibilidad**.
- II) Efecto contable producto de las operaciones de mercado abierto del BCRA $\frac{1}{1 + \gamma}$, **mejora la sostenibilidad**, ya que ahora la misma cantidad de recursos reales $((M_{t+1} - M_t)/P_t)$ representan una mayor cantidad de dólares “duros”.
- III) Efecto sobre la demanda de saldos reales, $L(c, (1 + \mu)(1 + \gamma))$, **mejora la sostenibilidad** ya que aumenta la demanda de dinero consecuencia de una baja de la tasa de interés y por ende aumenta la base imponible del impuesto inflacionario.

Ahora llevaremos el modelo a los datos. Para ello fijaremos algunos datos: $\mu = 0.4, c = 0.75, \gamma = 0.8, D = 0.05$. El PBI es de U\$S 370 miles de millones, las ventas anuales del BCRA en el mercado de cambios están en torno al 0.5% del PBI (se operan U\$S 600 mln al año y se asume que el BCRA vende el 25% de eso). Para calibrar el modelo, se fija una forma funcional a la demanda de dinero:

$$L(c, (1 + \mu)(1 + \gamma)) = A c e^{-\alpha(1+i)}$$

Para cerrar el modelo debemos fijar valores para A, α . En base a Kiguel y Neumeyer (1989), $\alpha = 0.06$. Para este valor de la elasticidad de la demanda de dinero, $(B_t^g - B_{t-1}^g) = 0.5\%$ si $A = 0.22$. Esta será la elasticidad “baja”. Ahora para $\alpha = 0.1, A = 0.25$.

Utilizando estas 2 parametrizaciones vemos que una disminución de la brecha a la zona de acumulación de activos (50%) produce una mejora en la posición patrimonial del Gobierno disminuyendo las ventas un 20% si $\alpha = 0.1$ y la empeora, aumentando las ventas un 20%, si $\alpha = 0.06$. La intuición es clara: más sensibilidad de la demanda de dinero, acelera el proceso de estabilización ya que genera un mayor aumento en los recursos genuinos del BCRA-Tesoro.