

DOCUMENTO DE TRABAJO

N.º 02 | 2016

**Estimación del déficit de cuenta corriente
coherente con flujos de capitales de largo plazo
2000-2016**

Cristian Álvarez Corrales
Kerry Loaiza Marín

Julio, 2016





Las ideas expresadas en estos documentos son de los autores y no necesariamente representan las del Banco Central de Costa Rica.

La serie Documentos de Investigación del Banco Central de Costa Rica en versión PDF se encuentra en <http://www.bccr.fi.cr>

Fotografía de portada: “Los presentes”, conjunto escultórico de nueve figuras en bronce, año 1983, del artista costarricense Fernando Calvo Sánchez. Colección del Banco Central de Costa Rica.

Estimación del déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo 2000-2016

Cristian Álvarez Corrales^a

Kerry Loaiza Marín^b

Resumen

Este trabajo estima el déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo con base en información para el periodo comprendido entre el primer trimestre del año 2000 y el primer trimestre de 2016. Los resultados obtenidos indican que un déficit de cuenta corriente de entre 5 y 6% del PIB, puede ser una guía útil para la política económica en lo que respecta al valor del déficit coherente con flujos de capitales de mediano y largo plazo.

Palabras clave: Cuenta corriente, flujos de capitales, deuda externa, Hodrick- Prescott

Clasificación JEL.: E61, F32

^a Departamento de Investigación Económica. Correo: alvarezcc@bccr.fi.cr

^b Departamento de Investigación Económica. Correo: loizamk@bccr.fr.cr

Estimación del déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo 2000-2016

1. Introducción

La Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (BCCR), establece el mandato para la Institución de velar por la estabilidad interna y externa de la moneda. El BCCR interpreta este mandato como el mantenimiento de un déficit de cuenta corriente (DCC) susceptible de ser financiado con recursos externos de mediano y largo plazo. Estos recursos se consideran menos propensos de experimentar reversiones abruptas en el corto plazo, lo que implica un menor riesgo para el financiamiento de la cuenta corriente así como una menor volatilidad en el tipo de cambio. Este documento estima cuál es el valor del DCC coherente con los flujos de capitales de largo plazo.

2. Metodología

Para este trabajo, los flujos de capitales considerados como de largo plazo son los siguientes:

1. Inversión Extranjera Directa (IED).
2. IED más capitales públicos. Este último rubro incluye: En el activo externo comprende Otros Activos de autoridades monetarias y Títulos de Deuda con autoridades monetarias, Gobierno General y entidades públicas. En el pasivo externo incluye Préstamos con autoridades monetarias, Gobierno General, bancos y entidades públicas y Otros pasivos con autoridades monetarias y Gobierno General.
3. Capitales públicos más capitales privados: Los capitales privados incluyen en el activo externo la IED en el extranjero, Préstamos de bancos y otros sectores privados, así como Otros Activos de otros sectores. En el pasivo externo abarca Inversión Directa en la economía declarante, Préstamos de bancos y otros sectores privados y Otros Pasivos de bancos y otros sectores privados.

Se utilizan los flujos netos (diferencia entre activos y pasivos) para estos agregados para el periodo 2000Q1 – 2016Q1 y las series se expresan como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Los componentes de tendencia de estas series se extraen por medio del filtro de Hodrick- Prescott. El promedio de estas series para el periodo en estudio se considera como el déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo. Cabe destacar que los cálculos utilizan la información del nuevo PIB calculado en el marco del proyecto Cambio de Año Base de las cuentas macroeconómicas del país¹. Adicionalmente, a diferencia de ejercicios anteriores donde se calcula el DCC coherente con flujos de capitales de largo plazo², en esta oportunidad la información sobre las estadísticas del

¹ Mayor información sobre este proyecto se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.bccr.fi.cr/estadisticas_macro_2012/index.html

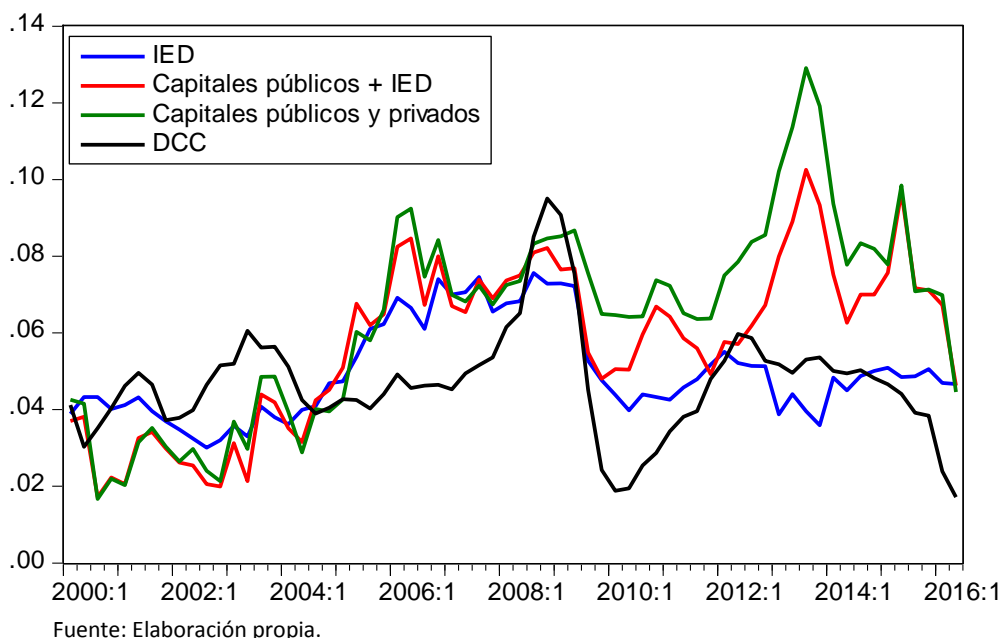
² Ver Álvarez (2013) y Monge y Torres (2010).

sector externo se calculan con base en la edición 6 del *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* publicado por el Fondo Monetario Internacional³.

3. Resultados

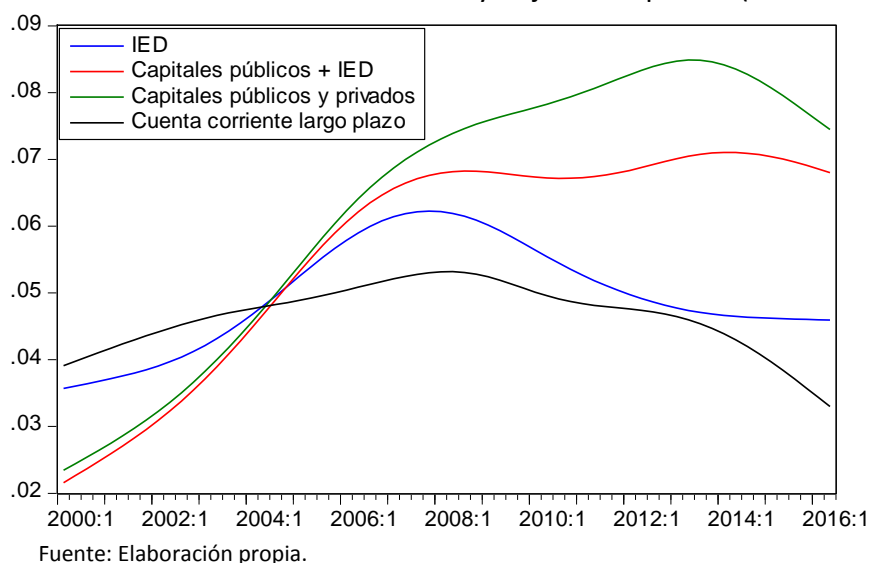
Los gráficos 1 y 2 muestran los flujos de capitales de largo plazo como proporción del PIB en su serie original y tendencia, respectivamente. En el caso de la serie original del DCC, se observa que al final de la muestra este presenta una leve tendencia decreciente, la cual se acentúa a partir del año 2014 y que se puede relacionar con la disminución de la factura petrolera del país como producto de la reducción del precio internacional del petróleo y sus derivados, y en general, a una mejora en los términos de intercambio que experimenta el país. Asimismo, los distintos agregados de flujos de capitales han excedido al DCC durante la mayor parte del periodo muestral. Sin embargo, llama la atención el incremento y posterior disminución que exhiben los capitales públicos más IED y los capitales públicos y privados durante el 2013. Al tercer trimestre del 2013 estos rubros representaron un 10,3 y 12,9% del PIB, respectivamente, prácticamente del doble del DCC observado en ese trimestre (5,3%). Para el último periodo de la muestra (2016Q1), estos porcentajes corresponden a un 6,7 y 7,0% del PIB, todavía superior al DCC observado (2,4%). Además, como se observa en el gráfico 2 las series de tendencia capturan el comportamiento de estas dos series mostrando un incremento considerable.

Gráfico 1. Déficit de cuenta corriente y flujos de capitales



³ Un resumen de los principales cambios metodológicos y resultados obtenidos en relación con la adopción de este manual para la compilación de las estadísticas del sector externo de Costa Rica puede encontrarse en: <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Documento%20metodologico%20MBP6.pdf>

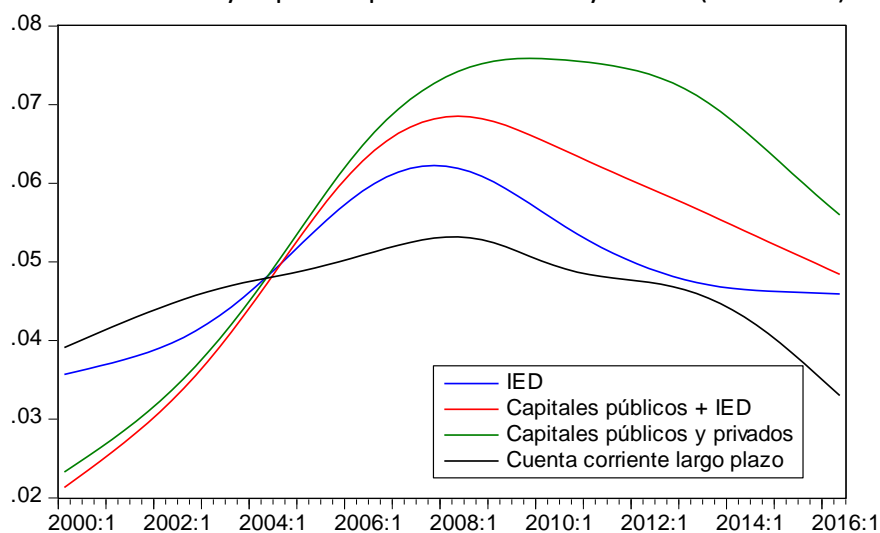
Gráfico 2. Déficit de cuenta corriente y flujos de capitales (tendencia)



Vale la pena destacar que los datos observados durante los últimos años están fuertemente influenciados por algunos hechos atípicos que incidieron en los altos incrementos observados. En particular, se puede mencionar las cuatro emisiones de bonos de deuda externa por 1000 millones de US dólares cada una que realizó el Ministerio de Hacienda, las cuales ocurrieron en el cuarto trimestre de 2012, en el segundo trimestre del 2013, en el segundo trimestre del 2014 y la última en el primer trimestre del 2015. Adicionalmente, se observó una importante adquisición de títulos de deuda del Gobierno de Costa Rica por parte de inversionistas extranjeros por medio de los vehículos de inversión denominados GDN o *Global Depositary Notes*, el cual es un instrumento de inversión facilitado por *Citibank* a inversores institucionales de los Estados Unidos, principalmente. Durante el cuarto trimestre del 2012 se registró la mayor colocación de estos activos en el país alcanzando un monto de 266 millones de EUA dólares, luego este monto disminuyó considerablemente hasta los 70 millones de dólares en el primer trimestre de 2013 y luego más bien, parte de estos recursos se liquidaron en el segundo trimestre de ese año con una reducción de 19 millones.

El gráfico 3 muestra los resultados que se obtienen al calcular los componentes de largo plazo de las series de flujos de capitales, al eliminar emisiones de bonos de deuda externa (BDE) así como las inversiones en GDN's. En este caso, el rubro que se ve afectado es el de capitales públicos el cual muestra una reducción notable en comparación con la serie original, la cual sí incorpora estos rubros. Como puede verse, en efecto las series que excluyen estos factores distorsionadores muestran niveles sustancialmente menores al final de la muestra. En el caso de la serie de IED más capitales públicos, la diferencia entre ambas es de 2 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2016, mientras que en el caso de los capitales públicos y privados la diferencia es de 1,9 puntos porcentuales.

Gráfico 3. IED y capitales públicos sin BDE y GDN's (tendencia)



Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 1 muestra los promedios simples calculados para estas series para el periodo considerado así como otros subperiodos. Además, se comparan estos promedios con los calculados en los dos ejercicios anteriores los cuales utilizaban información observada hasta el tercer trimestre de 2012 y el segundo trimestre 2013 (datos en negrita). Adicionalmente, se muestran los resultados para las series de IED más capitales públicos, y capitales públicos y privados sin considerar el efecto de los factores atípicos antes mencionados, esto es, las emisiones de BDE y la adquisición de GDN por parte de ahorrantes extranjeros.

Cuadro 1
Promedios simples de los flujos de capitales y el DCC

Periodo	IED	IED + Cap. Públicos		Cap. Públicos y Privados		DCC
		Serie original	Sin BDE y GDN	Serie original	Sin BDE y GDN	
1999Q1 - 2012Q3	4,47%	4,79%		5,22%		4,68%
1999Q1 - 2013Q2	4,59%	5,21%	4,94%	5,75%	5,49%	4,72%
2000Q1 – 2016Q1	4,98%	5,70%	5,25%	6,34%	5,90%	4,67%
2006Q4 - 2016Q1	5,31%	6,85%	6,08%	7,86%	7,10%	4,73%
2009Q1 - 2016Q1	5,04%	6,90%	5,87%	8,07%	7,06%	4,56%

Fuente: Elaboración propia.

Como puede verse, al considerar la muestra ampliada con información al primer trimestre de 2016, el tamaño del DCC que es factible financiar se incrementa. Si se considera el agregado más amplio (capitales públicos y privados) el DCC coherente con flujos de capitales de largo plazo se ubicaría entre 5,90% y 6,34% del PIB, de acuerdo con la serie utilizada, original o sin BDE y GDN. Aunque puede ser más apropiado utilizar esta última serie dado que se abstrae de estos factores atípicos.

Como era de esperar, los promedios calculados para las series que excluyen las emisiones de BDE y los GDN son menores en comparación con las series originales. Por otra parte, si se considera la IED como única fuente de financiamiento de la cuenta corriente, entonces el DCC coherente sería de 4,98%, suficiente para financiar el DCC (4,67%).

Por último, se divide la muestra en dos subperíodos. El primero considera el tiempo transcurrido desde la implementación del régimen de banda cambiaria en el cuarto trimestre del 2006. Por su parte, el segundo subperíodo comienza a partir de la crisis financiera internacional. De acuerdo con los datos del cuadro 1, puede verse que en el caso de ambos subperíodos el DCC coherente se incrementa en relación con la muestra total. En el caso de los capitales públicos y privados este se ubica entre 8,07 y 7,06% del PIB, mientras que si se toma en cuenta la IED más capitales públicos este rango corresponde a 6,90 y 5,87%. Asimismo, con base en las estimaciones a partir del 2006 es interesante observar que los flujos de IED son suficientes para cubrir el DCC. Además, en comparación con la muestra total, parece que dividir la muestra en dos subperíodos más recientes añade entre 1 y 1,5 puntos porcentuales más al DCC que es factible financiar con flujos de capitales considerados como de largo plazo, mientras que si se toma en cuenta la IED se añade alrededor de medio punto porcentual.

4. Conclusiones

Este trabajo estima el déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo. Los datos se filtran de algunos factores atípicos que podrían sesgar al alza la estimación del DCC coherente, como lo son las recientes emisiones de bonos de deuda externa por parte del Ministerio de Hacienda así como la inversión en títulos del Gobierno por parte de inversionistas extranjeros por medio de las *Global Depositary Notes*. De acuerdo con los resultados obtenidos, al considerar la muestra total el DCC coherente se ubicaría entre 5 y 6,3% del PIB. Por otra parte, al dividir la muestra en dos subperíodos más recientes el DCC que es factible financiar se incrementa en comparación con las estimaciones para la muestra total.

Este último resultado es una consecuencia de la coyuntura de los últimos años, caracterizada por la elevada liquidez internacional la cual ha propiciado un incremento en los flujos de capitales desde las economías avanzadas a las emergentes en busca de mejores rendimientos. No obstante, esta situación ya comenzó a revertirse debido a que el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos ya empezó el retiro de los estímulos monetarios y, desde diciembre de 2015, incrementó el nivel de la tasa de los fondos federales, tal y como lo había anunciado desde meses atrás. Más aún, durante 2015 y por primera vez desde 1988, los flujos de capitales hacia las economías emergentes significaron una salida neta en torno a los 735.000 millones de EUA dólares, de acuerdo con estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales. Por lo tanto, esto sugiere una señal de alerta a las autoridades económicas en el sentido de que es probable que se dé

un incremento en el costo del endeudamiento externo así como menores entradas de capitales por inversión de cartera.

Por otra parte, si bien la reducción en la factura petrolera ha representado un ahorro importante para el país, la expectativa prevaleciente en los mercados es que el precio de los hidrocarburos subirá durante el 2016 y 2017 en relación con los mínimos observados a inicios de este año. En este sentido, el financiamiento del DCC podría complicarse en un contexto de deterioro de las cuentas fiscales del país, una mayor percepción de riesgo país por parte de inversores extranjeros y pocas posibilidades de que la Asamblea Legislativa apruebe endeudamiento externo adicional al que ya concedió al Gobierno Central en el 2012.

En resumen, estos factores apuntan a que un DCC de entre 5 y 6% del PIB puede ser una guía útil para la política económica en lo que respecta al valor del DCC coherente con flujos de capitales de mediano y largo plazo. Este valor es igual al rango comprendido entre la estimación considerando sólo la IED y el agregado más amplio de flujos de capitales (capitales públicos y privados sin BDE y GDN) durante el periodo 2000Q1-2016Q1.

5. Referencias bibliográficas

Álvarez, Cristian. (2013). Estimación del déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo. Documento de Trabajo 16-2013, Diciembre 2013. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Monge, Carlos y Torres, Carlos. (2010). Costa Rica: Estimación del déficit en Cuenta Corriente coherente con flujos de capital de largo plazo sostenibles. Periodo 1999-2009. Informe Técnico DEC-DIE-DT-05-2010, marzo, 2010. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.