



NOTA TÉCNICA
N.º 016 | 2013

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

Cristian Álvarez Corrales

Fotografía de portada: "Presentes", conjunto escultórico 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

Cristian Álvarez Corrales *

Las ideas expresadas en este documento son del autor y no necesariamente representan las del Banco Central de Costa Rica.

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: Flujos de capitales, Inversión Extranjera Directa.

Clasificación JEL: E21, E22, F32.

* Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. alvarezcc@bccr.fi.cr

Estimation of the Current Account Deficit Consistent With Long-Term Capital Flows

Cristian Álvarez Corrales [†]

The ideas expressed in this paper are those of the author and not necessarily represent the view of the Central Bank of Costa Rica.

Key words: Capital flows; Foreign direct investment.

JEL codes: E21, E22, F32.

[†] Department of Economic Research. Email address. alvarezcc@bccr.fi.cr

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

Cristian Álvarez Corrales

Este documento detalla los resultados obtenidos al estimar el déficit de cuenta corriente (DCC) coherente con flujos de capitales de largo plazo. Los flujos de capitales considerados 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 incluye 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 1999Q1 – 2013Q2 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.

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. Asimismo, los distintos agregados de flujos de capitales han excedido al DCC. Sin embargo, llama la atención el fuerte incremento en los capitales públicos más IED y los capitales públicos y privados al final de la muestra. Al segundo trimestre del 2013 estos rubros representaron un 12,1 y 13,4% del PIB, respectivamente, más del doble del DCC observado en ese trimestre (5,3%). Aún si se considera el último año, estos porcentajes corresponden a un 8,4 y 9,6% del PIB, todavía superior al DCC observado (5,4%). Además, como se observa en el gráfico 2 las series de tendencia capturan el comportamiento de estas dos series mostrando un incremento considerable.

Vale la pena destacar que los datos observados durante el último año están fuertemente influenciados por algunos hechos atípicos que incidieron en los altos incrementos observados. En

particular, se puede mencionar las dos 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 la primera, y la última en el segundo trimestre de este año. 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's 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 US 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 este año con una reducción de 19 millones.

Gráfico 1

Déficit de cuenta corriente y flujos de capitales

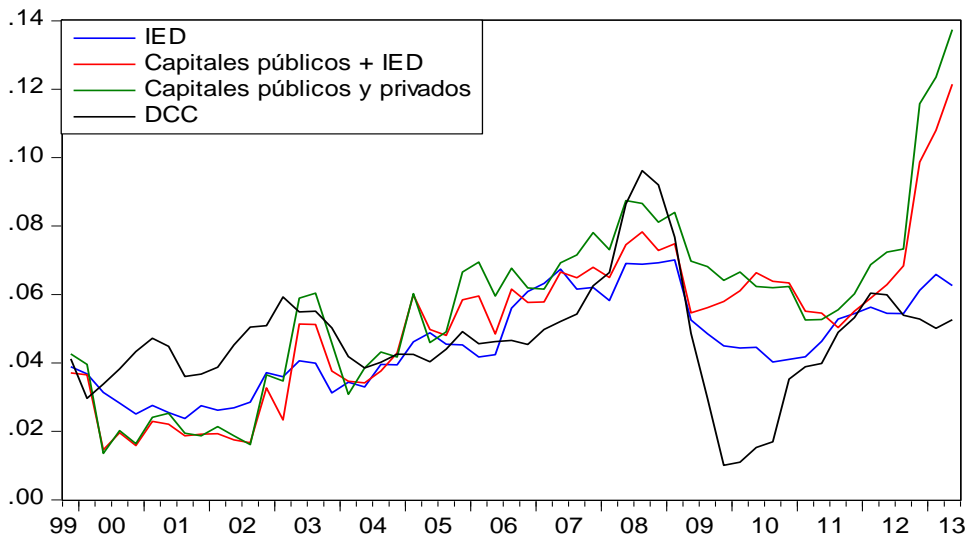
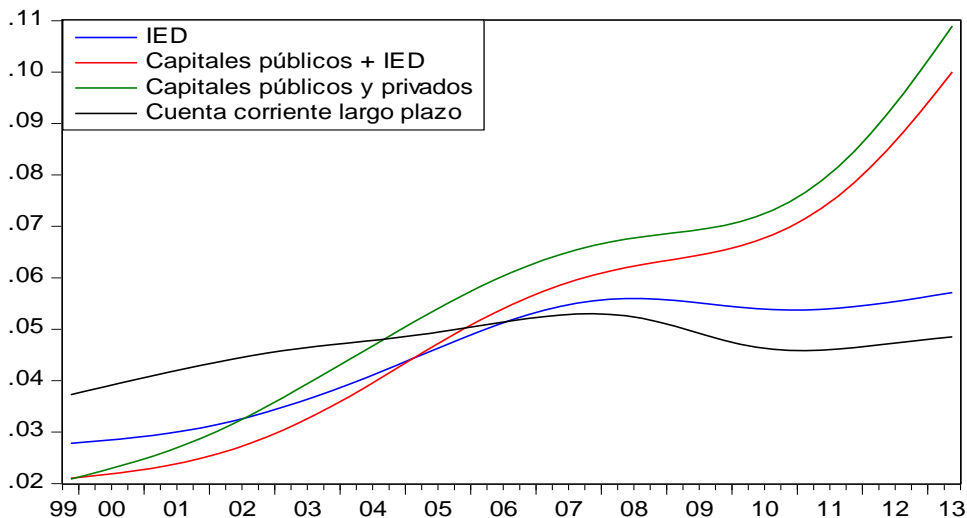


Gráfico 2

Déficit de cuenta corriente y flujos de capitales (tendencia)



Los gráficos 3 y 4 muestran 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 que 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 3,4 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2013, mientras que en el caso de los capitales públicos y privados la diferencia es de 2,8 puntos porcentuales.

Gráfico 3
IED y capitales públicos (tendencia)

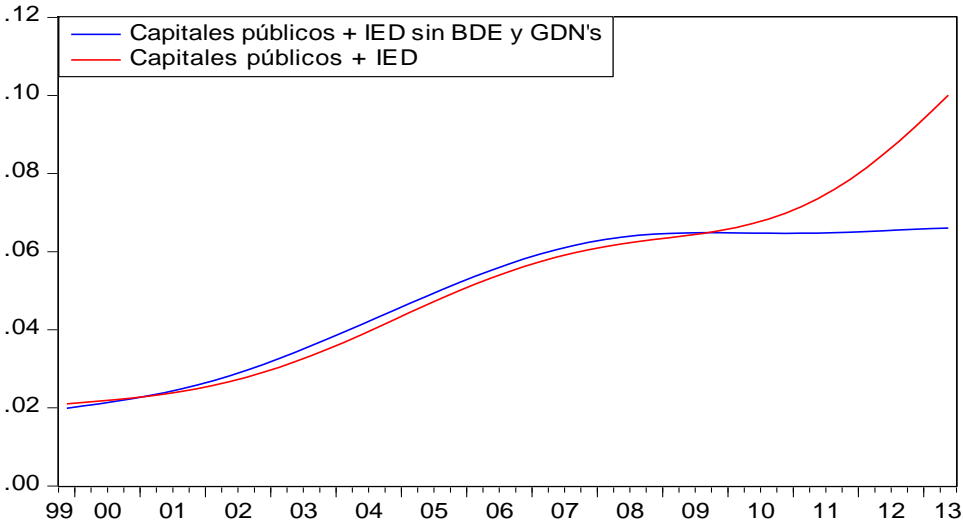
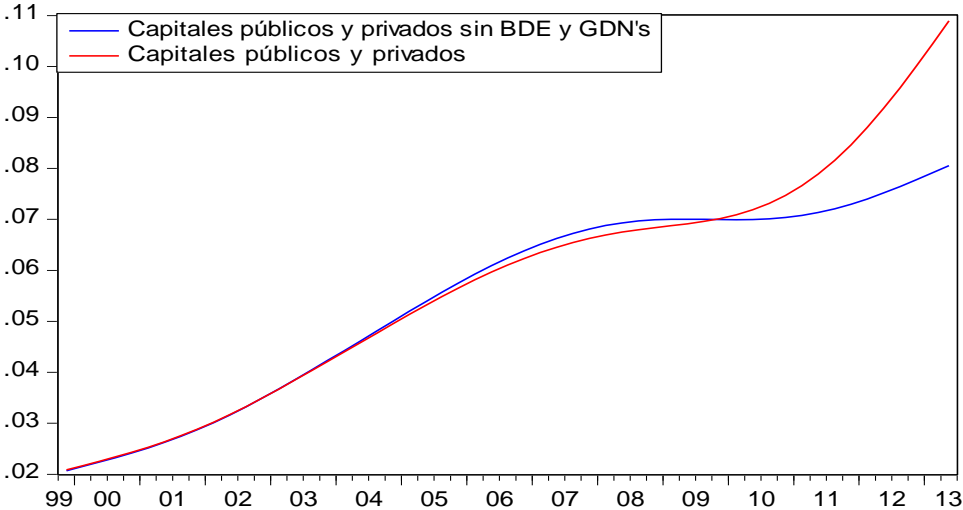


Gráfico 4
Capitales públicos y privados (tendencia)



El cuadro 1 muestra los promedios simples calculados para estas series para el periodo considerado así como otros subperíodos. Además, se comparan estos promedios con los calculados en el ejercicio anterior el cual utilizaba información observada hasta el tercer trimestre de 2012 (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 las adquisición de GDN's por parte de inversionistas extranjeros.

Como puede verse, al considerar la muestra ampliada con información al segundo trimestre de 2013, en todos los casos 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 5,49% y 5,75% del PIB, de acuerdo con la serie utilizada (original o sin BDE y GDN's). 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's 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 4,59%, cifra ligeramente menor al promedio observado del DCC.

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's	Serie original	Sin BDE y GDN's	
1999Q1 - 2012Q3	4,47%	4,79%		5,22%		4,68%
1999Q1 - 2013Q2	4,59%	5,21%	4,94%	5,75%	5,49%	4,72%
2006Q4 - 2013Q2	5,49%	7,08%	6,47%	7,67%	7,11%	4,91%
2009Q1 - 2013Q2	5,49%	7,62%	6,32%	8,22%	7,28%	4,74%

Fuente: Elaboración propia.

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 de manera notoria en relación con la muestra total. En el caso de los capitales públicos y privados este se ubica entre 7,28 y 8,22% del PIB, mientras que si se toma en cuenta la IED más capitales públicos este rango corresponde a 6,32 y 7,62%. Además, en comparación con la muestra total, parece que dividir la muestra en dos subperíodos más recientes añade alrededor de 2 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 un poco menos de un punto porcentual.

Comentarios finales

Este trabajo estima el déficit de cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo. A diferencia de otras estimaciones previas, en esta ocasión se filtran los datos 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 adquisición de títulos del Gobierno por parte de ahorrantes 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 4,6 y 5,5% del PIB. Por otra parte, al dividir la muestra en dos subperiodos más recientes el DCC que es factible financiar se incrementa de manera notable.

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, es posible prever que esta situación pueda revertirse en el mediano plazo, tomando en cuenta que la Reserva Federal de los Estados Unidos ya anunció que hará un retiro gradual de los estímulos monetarios que ha aplicado en los últimos años para paliar la situación de desempleo que aqueja a la economía norteamericana desde la crisis financiera. 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, todo lo cual apunta a que el DCC coherente calculado con base en la muestra total puede ser una guía más apropiada para la política económica que el DCC calculado al tomar en cuenta sólo la información más reciente.