

**BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
DIVISION ECONOMICA
DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES ECONOMICAS
DEPARTAMENTO MONETARIO
DOCUMENTO DE INVESTIGACION
DIE-DM-03-2005-DI**

MODELO DE SOSTENIBILIDAD INTERTEMPORAL DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE BASADO EN LA IDENTIDAD BÁSICA DE LA BALANZA DE PAGOS

**Hernán Fonseca Chinchilla
Hugo Rojas-Romagosa**

Documento de Investigación del Banco Central de Costa Rica, elaborado por el Departamento de Investigaciones Económicas y el Departamento Monetario.

Las ideas expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no necesariamente representan la opinión del Banco Central de Costa Rica

TABLA DE CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Balanza de pagos estilizada	1
3.	Construcción del modelo y análisis de sensibilidad	8
4.	Modelo alternativo empleando una cuenta comercial constante	18
5.	Conclusiones y recomendaciones	20
6.	Referencias.....	21
7.	Anexo	22

1. Introducción

El déficit de la cuenta corriente (DCC) es el resultado de las transacciones externas que realiza una economía y como tal, está sujeto al comportamiento tanto de la economía nacional, como del entorno internacional. A su vez, está condicionado por la política cambiaria, arancelaria y las características de la economía, tales como el grado de apertura comercial y de la cuenta de capital, el clima de inversiones, el régimen cambiario y las posibilidades de financiamiento externo.

Hay diferentes maneras mediante las cuáles se puede enfocar el DCC. Uno de estos enfoques consiste en visualizar el DCC como el monto del financiamiento externo recibido por un país, mientras que otros análisis se enfocan en los desequilibrios que el DCC representa. En dos papers recientes, Edwards (2001, 2004) resume la literatura y deriva dos conclusiones fundamentales. Primero, un déficit en la cuenta corriente es trascendente solamente bajo determinadas circunstancias y segundo, es más relevante la composición del DCC que su valor total.

El presente modelo es un primer esfuerzo para conocer mejor la composición del DCC en Costa Rica y la evolución de sus componentes en el futuro reciente. El documento está enmarcado dentro de un proyecto más amplio que pretende analizar, utilizando diferentes métodos analíticos y cuantitativos, la sostenibilidad del DCC en Costa Rica.

El modelo parte de la identidad básica de la balanza de pagos (BP) y de relaciones intertemporales que asocien niveles específicos del DCC con el comportamiento de los principales componentes de esta identidad. El modelo permite tener una idea más clara de las características sobresalientes del DCC en Costa Rica durante los últimos años y además, permite conocer la composición del financiamiento externo y su sostenibilidad intertemporal a partir de las identidades implícitas en la balanza de pagos.

2. Balanza de pagos estilizada

En primera instancia, se establecen las identidades implícitas en la balanza de pagos y se construye una balanza de pagos “estilizada” para Costa Rica.

La Tabla 1 en el Anexo muestra la balanza de pagos desde 1990 al 2004 y el promedio de sus componentes para dos períodos diferentes.¹ De esta tabla se desprende que la cuenta comercial de bienes presenta un déficit continuo y creciente a lo largo de los últimos años, parcialmente compensado por un superávit en la cuenta comercial de servicios (representado principalmente por el rubro de turismo). Por su parte, la renta tiene déficit continuos aunque variables, mientras que las transferencias corrientes (donde las remesas familiares son significativas) se mantienen

¹ La información proviene del Área de Balanza de Pagos del Departamento Monetario. Para el 2004 se cuenta con datos preliminares.

positivas y con un ritmo de crecimiento lento pero sostenido. Finalmente, el déficit en la cuenta corriente se ha mantenido en niveles promedio entre 4.5% y 5.0% del PIB, con algunas oscilaciones menores en torno a este rango. No obstante, el país ha tenido acceso a capitales externos; principalmente en la forma de inversión extranjera directa (IED), lo cual no solo ha permitido financiar el DCC, sino que además ha posibilitado una acumulación de reservas internacionales.

La identidad básica de la balanza de pagos deriva en la siguiente relación, donde el operador Δ denota el flujo de la respectiva variable:

$$\Delta CC + \Delta CK + \Delta RIN = 0$$

donde ΔCC es el saldo en la cuenta corriente, ΔCK corresponde al cambio en la cuenta de capital y ΔRIN es el cambio en las reservas internacionales netas.² Si definimos el DCC como el negativo de ΔCC y se reordenan las variables, obtenemos:

$$DCC = \Delta CK + \Delta RIN$$

Además, la cuenta comercial se puede subdividir en los siguientes componentes principales:

$$DCC = -(X - M) - PNF - T$$

donde el DCC está dado por el saldo negativo de la cuenta comercial de bienes y servicios ($X - M$), menos el pago neto a factores (PNF), menos T , que son las transferencias corrientes (compuestas principalmente por las donaciones al Gobierno General y las remesas de los trabajadores). Asumiendo que el PNF está compuesto principalmente por el servicio de la deuda externa y la renta a la inversión extranjera, entonces se tiene que:

$$PNF_t = R_t * DE_{t-1} + S_t * IED_{t-1} + OR$$

donde R es la tasa de interés nominal internacional, DE es el saldo de la deuda externa, S es la rentabilidad neta de la inversión extranjera directa e IED representa el saldo de esta inversión. OR representa otra renta no considerada en los rubros anteriores. Es importante recalcar que la ecuación refleja el monto neto entre pagos efectuados y recibidos por agentes residentes y por lo tanto, puede tener signo positivo o negativo.³

Adicionalmente, el componente de pago de intereses es un saldo neto (intereses pagados menos ganados) que para nuestros efectos es conveniente subdividir. Además del pago de intereses sobre la deuda pública externa que se reporta explícitamente en la Balanza de Pagos (ver Tabla 1), también el sector privado paga intereses sobre su deuda externa y se reciben intereses por concepto de los depósitos de residentes en el exterior y por los rendimientos de los activos externos netos del BCCR.

² Nótese que el signo negativo en esta variable representa un aumento en el saldo de las RIN.

³ Valores negativos denotan que los pagos efectuados son mayores a los pagos recibidos.

Por lo tanto tenemos que el concepto de intereses del PNF se subdivide de la siguiente manera:

$$R_t * DE_{t-1} = R_{SPUB_t} * DE_{SPUB_t-1} + R_{SPRIV_t} * DE_{SPRIV_t-1} + R_{DEP_t} * SDE_{t-1} + R_{BCCR_t} * SAE_{BCCR_t-1}$$

donde los dos primeros componentes representan el pago de intereses sobre la deuda externa pública y privada, el tercer componente son los intereses ganados sobre el saldo de depósitos en el exterior (SDE) y el último rubro son los intereses ganados por el BCCR sobre el saldo de activos externos (SAE).

Finalmente los componentes de la cuenta de capital son:

$$\Delta CK = \Delta IED + \Delta DE + F + e$$

donde los dos primeros términos son el flujo de la inversión y el endeudamiento externo, y F es el flujo de financiamiento externo que no está asociado directamente al pago de intereses. En este último rubro se incluyen, por ejemplo, los créditos comerciales y el cambio en la tenencia de moneda y los depósitos. El último término (e) comprende los errores y omisiones de la balanza de pagos.⁴

2.1 Simplificaciones y estimaciones básicas para Costa Rica

La construcción de la balanza de pagos estilizada incluye una serie de simplificaciones y consideraciones que se describen seguidamente.

Industria Electrónica de Alta Tecnología

En primera instancia, debido al peso relativo y la volatilidad de la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT) para Costa Rica, se aísla este sector y se le brinda un tratamiento particular. En concreto, la IEAT muestra una alta volatilidad en el diferencial de exportaciones e importaciones, el cuál a su vez está correlacionado con el pago de la renta de la IED del sector. De ahí que el aporte neto de la IEAT sea relativamente estable y con un monto neto relativamente bajo.⁵ Cuando se excluye la IEAT tanto la cuenta comercial de bienes y servicios, como el pago neto de factores es menos volátil. Esto simplifica el análisis del comportamiento de ambos rubros, y además, facilita las estimaciones que se explican más adelante.⁶

⁴ Se ubica en la cuenta de capital por conveniencia, sin embargo, también puede contener errores y omisiones de la cuenta corriente.

⁵ El dato negativo para 1998 es reflejo del período de ajuste inicial entre el uso pleno de la capacidad productiva y las utilidades de la inversión inicial.

⁶ Cabe destacar que las exportaciones netas de la IEAT se ajustan tomando en cuenta la acumulación y la destrucción de inventarios.

Pago Neto de Factores

El saldo negativo de este rubro para todo el período refleja el pago de intereses y rentas consecuencia del financiamiento externo recibido en el pasado y que convierte a Costa Rica en un país deudor con el resto del mundo. Por esta razón, se separa el PNF entre el pago de intereses para la deuda externa (DE) pública y privada, los intereses ganados por concepto de activos externos del BCCR y depósitos en el exterior de residentes nacionales, la repatriación de utilidades de la inversión extranjera directa sin la industria electrónica de alta tecnología (SIEAT) y “otra renta”. En este último rubro se incluyen las remuneraciones netas a empleados e intereses sobre créditos comerciales.⁷

Cuenta de capital y financiamiento

En esta cuenta se realiza un reordenamiento de los principales componentes para reflejar explícitamente las fuentes de financiamiento externo. Primero se separa el flujo de inversión directa y el endeudamiento externo público y privado. Adicionalmente se separa el flujo de los depósitos en el exterior.⁸ En este sentido el endeudamiento externo que se reporta es el neto.

La cuenta de “otro financiamiento” incluye recursos que no están directamente relacionados con el pago de intereses; esto es, los créditos comerciales y otros pasivos menores. Además, en este último rubro también incluimos las transferencias unilaterales de capital comprendidas en la cuenta de capital de la balanza de pagos.

Por su parte, la cuenta de errores y omisiones es positiva durante todo el período y esto indica que se está incluyendo, mayoritariamente, financiamiento externo no determinado y/o saldos positivos en la cuenta corriente no especificados.⁹ En este sentido, este rubro puede ser considerado como una forma de financiamiento o como una reducción directa en el déficit en cuenta corriente. En el modelo se pueden considerar ambos casos. Si por ejemplo, se tomara este rubro como una subestimación del saldo de la cuenta comercial, entonces el DCC sería en promedio, casi un punto porcentual menor que los valores antes reportados.

Saldos de la deuda externa y la inversión extranjera directa

El saldo inicial para ambos rubros se obtiene de la Posición de Inversión Internacional (PII). Para la deuda externa pública se cuenta con suficiente información histórica, pero para la deuda externa privada y la IED, se dispone de información a partir de 1996.

⁷ Además, al tener signo positivo y ser esta una variable de cierre, puede incluir pagos efectuados no considerados en los primeros tres rubros.

⁸ Por ser un activo, un monte negativo significa un aumento del saldo de esa cuenta.

⁹ Por ejemplo, la disminución en el monto para el año 2002 está relacionado con la mejor contabilización de las exportaciones de servicios.

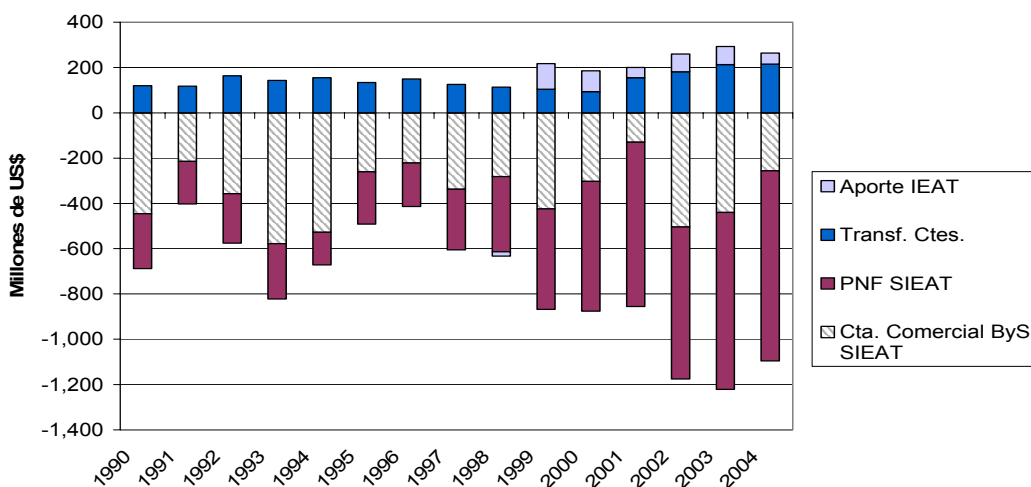
Una vez determinado el saldo inicial, se puede utilizar tanto el flujo de la balanza de pagos, como el flujo de la misma PII para actualizar el saldo en cada período. Existen diferencias que hacen que ambos métodos de cálculo no sean idénticos (ver el Anexo). Estas diferencias son significativas para el caso de la deuda externa y la IED, aunque no son relevantes para el saldo de los depósitos en el exterior. Debido a que este análisis del sector externo está basado en las identidades implícitas en la balanza de pagos, para obtener resultados consistentes se utilizan los flujos de la IED y de deuda externa registrados en la misma.

En la Tabla 2 del Anexo, se presenta la balanza de pagos estilizada para Costa Rica una vez que las anteriores consideraciones se han aplicado.

2.2 Comportamiento histórico

Partiendo de la balanza estilizada se analiza el comportamiento de algunas de las variables para luego asumir su tendencia futura. Esto permite conocer el impacto que variables exógenas (o que no se conocen por adelantado) puedan tener sobre el DCC. En otras palabras, se puede fijar el comportamiento de ciertas variables que son relativamente estables, para conocer el impacto que otras más aleatorias, o de menor control por parte de las autoridades monetarias, tendrán sobre el DCC. Este planteamiento, además de mostrar las características intertemporales pasadas de la balanza de pagos, se puede utilizar para la construcción de escenarios que faciliten el análisis con respecto a shocks externos e internos en el futuro.

Gráfico 1
Costa Rica, Componentes de la Cuenta Corriente, 1990-2004.

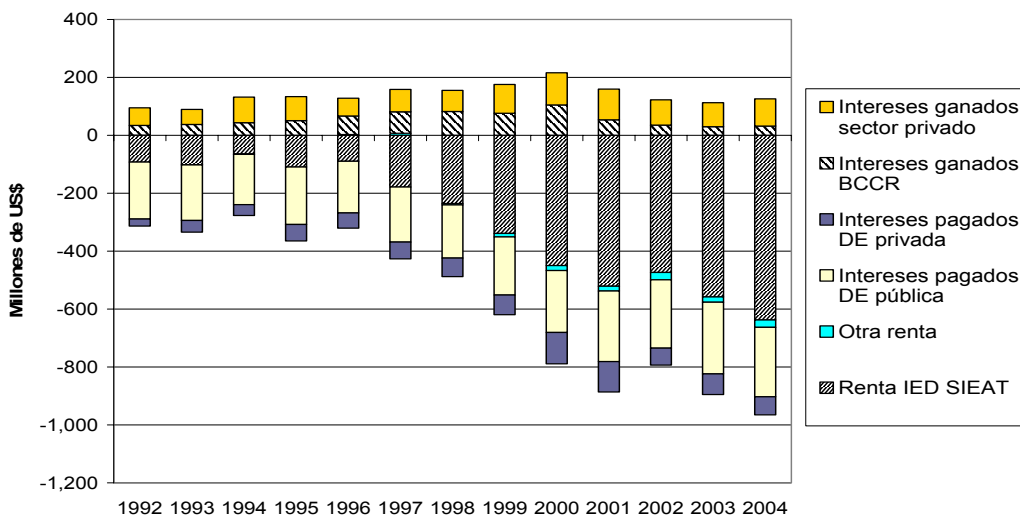


En relación con el comportamiento de la cuenta corriente, se derivan las siguientes observaciones, basadas en la información de la Tabla 2 y el Gráfico 1:

- El DCC ha sido negativo durante todo el período, ubicándose en 4.7% del PIB como promedio en los últimos cinco años.
- Se ha presentado un persistente y relativamente variable déficit en la cuenta comercial de bienes y servicios. Para el período 2000-2004 la relación con respecto al PIB ha oscilado entre el 0.8% y el 3.0%.
- La razón entre transferencias corrientes y PIB ha sido relativamente baja, ubicándose alrededor del 1%.
- El aporte neto de la IEAT es relativamente bajo, con valores menores al medio punto porcentual y con un promedio de 0.4% para el período 1998-2004.
- La principal característica del DCC, sin embargo, es que cada vez está más influido por el pago neto de factores.

El incremento del pago neto de factores es una consecuencia directa de la creciente importancia relativa de la IED dentro de la cuenta de capital. En el Gráfico 2 se observa que el pago de intereses se ha mantenido relativamente estable, mientras que el pago de utilidades sobre IED se ha incrementado constantemente. En términos relativos con respecto al PIB, la renta de la IED SIEAT ha crecido del 1.1% en 1992 al 3.4% en el 2004.

Gráfico 2
Costa Rica, Componentes del PNF, 1992-2004.



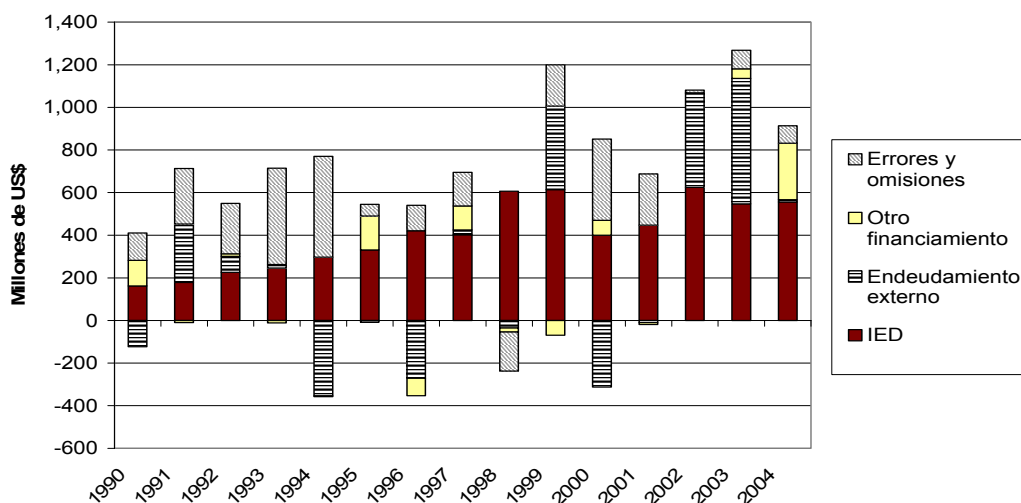
En el Gráfico 3 se muestra la cuenta de capital y financiera por componentes. Las principales observaciones derivadas de la información de este gráfico y de la Tabla 2, son las siguientes:

- La IED ha mostrado un crecimiento relativamente estable y sostenido, que ha permitido que su razón con respecto al PIB se mantenga cercana al 3% durante todo el período.

- El resto de las variables han mostrado un comportamiento errático y con participaciones significativas. Esto brinda bastante volatilidad a la composición de la cuenta de capital e introduce inconveniencias para su modelación intertemporal.
- La deuda externa ha mostrado flujos negativos y positivos, pero para los últimos años se ha presentado un aumento sostenido del saldo del endeudamiento total neto.
- El rubro de “otro financiamiento” también ha tenido bastante variabilidad, aunque su participación promedio se ha mantenido por debajo del punto porcentual. Esto es de esperarse debido a que el crédito comercial es un componente importante de este rubro y por definición debe mostrar fluctuaciones que se compensan entre sí en el mediano plazo.
- El monto de errores y omisiones ha sido sustancial y significativo para el período, con oscilaciones marcadas. Sin embargo, la principal característica es que el promedio para el período ha sido relativamente alto (cercano al 1% del PIB). Como ya se ha mencionado, la interpretación que se haga de este rubro puede variar el monto del DCC y en general, las conclusiones que se obtengan sobre la sostenibilidad del endeudamiento externo.¹⁰

Gráfico 3

Costa Rica, Componentes de la Cuenta de Capital, 1990-2004.



Finalmente, se presentan cuatro observaciones que afectan significativamente el análisis del DCC:

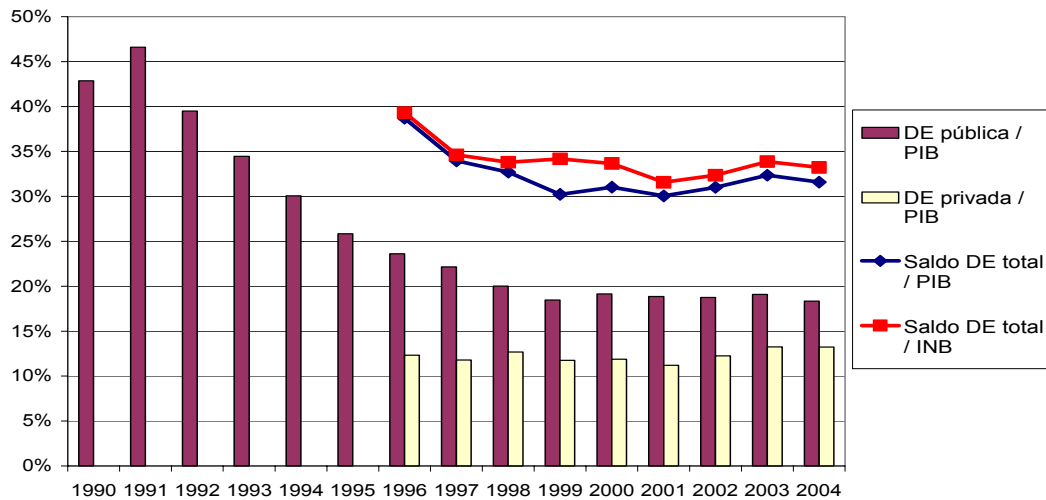
- El PIB medido en US\$ ha sido muy variable con valores comprendidos entre crecimientos del 19.8% y reducciones del 3.3%. No obstante, parte de esta variabilidad se ha debido al impacto de la IEAT sobre el producto interno.
- Cuando se analiza el Ingreso Nacional Bruto (INB) se nota una menor variabilidad y un crecimiento del ingreso promedio cercano al 5% durante los últimos cinco años.

¹⁰ Por ejemplo, la disminución del monto de errores y omisiones para los últimos tres años ha sido asociada con una mejor contabilización de las exportaciones de servicios.

- Las reservas monetarias han mostrado un crecimiento sostenido que se refleja en una relación relativamente estable con respecto al PIB que se ha situado entre el 8% y el 10%.
- La razón entre deuda externa pública y PIB disminuyó marcadamente en la primera parte del período, al pasar de un 43% en 1990 a un 20% en 1998; año a partir del cual se ha mantenido relativamente constante.
- Por su parte, la deuda externa privada ha aumentado levemente dentro del periodo para el cual se dispone de datos (1996-2004). Ambos comportamientos han provocado que la razón entre deuda externa total y PIB para los últimos años se haya mantenido relativamente estable, ubicándose por encima del 30% (Gráfico 4).
- La razón entre la deuda externa total y el INB muestra una tendencia similar a la razón con respecto al PIB, aunque con valores levemente superiores. No obstante, se ubica por debajo del 35% excepto en 1996.

Gráfico 4

Costa Rica, razón del endeudamiento externo con respecto al PIB, 1990-2004



3. Construcción del modelo y análisis de sensibilidad

Una vez analizado el comportamiento histórico de los rubros básicos de la balanza de pagos, se construye un modelo intertemporal simple que asocia comportamiento con sostenibilidad. En este sentido, el monto del DCC se toma como una constante exógena y se analiza el comportamiento del resto de los rubros de la balanza de pagos ante cambios del DCC.

Posteriormente, se efectúa un análisis de la sensibilidad de los resultados a cambios en los valores iniciales o históricos de las diferentes variables exógenas del modelo. Esto permite conocer la importancia relativa de los diversos componentes de la balanza de pagos y los rangos en los cuales se asegura una sostenibilidad intertemporal.

3.1 Construcción del modelo de sostenibilidad intertemporal

Estimación de la tasa de crecimiento en dólares a largo plazo

Un primer paso es analizar el comportamiento de todos los componentes de la balanza con respecto al PIB en millones de US\$. Usando estas razones se puede relativizar la importancia de los cambios y montos de las variables. Esto crea la necesidad de considerar una tasa de crecimiento del PIB nominal en US\$. Esta será la primera variable exógena del modelo y en primera instancia, se parte de un valor del 5%. Incrementos en esta tasa implicaría mayor capacidad para sostener niveles altos del DCC.

En el modelo, debido a que todas las variables están determinadas en US\$, implícitamente se está asumiendo que el tipo de cambio real está fijo y variaciones en el tipo de cambio nominal no tienen efectos sobre la balanza de pagos. Esto es, se asume una política cambiaria neutral.¹¹ La regla puede simplificarse con la siguiente relación:

$$e = \pi - \pi^*$$

donde e es la devaluación anual, π es la inflación local y π^* es la inflación internacional. Cuando se asume esta política cambiaria, la determinación de la tasa de crecimiento del PIB nominal en US\$ (y_s) se puede aproximar utilizando la fórmula:

$$y_s = y_c + \pi - e$$

donde y_c es la tasa de crecimiento del PIB real en colones. Finalmente, combinando ambas fórmulas se obtiene que una aproximación de la tasa de crecimiento del PIB nominal en US\$ sea la suma del crecimiento real en colones más la inflación internacional. Con valores moderados de 3% para la primera variable y de 2% para la segunda, se obtiene el 5% empleado como valor de largo plazo en el modelo. A pesar de que el promedio de los últimos 5 años ha sido de 3.1%, para todo el período analizado se ubicó en 6.9%; por lo tanto, el valor inicial es un valor intermedio aunque conservador. Además, está en línea con el crecimiento del INB en los últimos cinco años, que ha sido del 4.7%. Finalmente, para el caso de la proyección del INB se toma el valor del PIB y se le resta el total del PNF.

Estimación de las tasas de rentabilidad implícita del PNF

En segunda instancia, debe distinguirse entre variables asociadas con flujos actuales y aquellas que están asociadas con flujos pasados. Dentro del primer grupo, están todos los componentes menos el pago neto de factores, el cuál se puede asociar directamente con los saldos de la deuda externa y la inversión extranjera directa. Es así como el pago de intereses y de la renta están

¹¹ Los efectos del tipo de cambio sobre la cuenta corriente y algunos de sus componentes ha sido tratado en León *et al.* (2003).

directamente asociados con estos saldos, y con la tasa de interés y de rentabilidad de los proyectos financiados con capital externo (ver Tabla 3).

Precisamente serán estas tasas de interés y rentabilidad las siguientes variables exógenas del modelo. Para simplificar el análisis y considerar implícitamente las readecuaciones de deuda y otros cambios asociados con el pago del servicio de la deuda no explícito en la tasa de interés acordada inicialmente, es que se estima una tasa de interés implícita de la deuda externa. Esta tasa es la razón entre el pago de intereses del período actual y el saldo de la deuda del período anterior. Para el período de que se dispone de información (1997-2004) se observa que esta tasa implícita ha oscilado levemente alrededor del 7%, para el total de la deuda externa. Por su parte, la tasa implícita para la deuda pública externa no es significativamente diferente que la tasa implícita de la deuda privada. Dadas estas características, se agrupan ambos rubros y se usa la tasa de interés implícita para el endeudamiento externo total.¹²

Cabe resaltar que en el cálculo del saldo del endeudamiento externo privado no se toma en cuenta ni el saldo de los créditos comerciales, ni el saldo de depósitos en el exterior. La tasa implícita de los créditos comerciales se está asumiendo igual a cero y el de los depósitos externos se calcula de manera independiente.

En relación con los intereses ganados, se subdivide entre los rendimientos obtenidos por el BCCR sobre sus activos externos y los intereses recibidos sobre depósitos en el exterior por parte del sector privado. Al igual que con la deuda externa, se obtiene una tasa implícita al dividir los intereses ganados entre el stock del período anterior. En el caso de los intereses ganados sobre el saldo de los activos externos (SAE) se muestra un decrecimiento en la tasa implícita, ubicándose en un promedio del 4.7% para el período 2000-2004. Los rendimientos sobre depósitos en el exterior han sido más constantes y muestran un promedio de 6.1% para los últimos cinco años.

Por su parte, también se estima una tasa implícita de rentabilidad de la IED usando la razón entre la renta de la IED SIEAT y el saldo de la IED SIEAT del período anterior. Para el período en que se dispone de información (1997-2004) esta tasa muestra un promedio de 15.9%, que ha disminuido levemente en los últimos cinco años.¹³ Finalmente, esta es una tasa bruta que no toma en cuenta la depreciación de la IED. Para obtener una tasa de rentabilidad neta, se aplica una tasa de depreciación del 5% al saldo de la IED SIEAT del período anterior; derivando en una tasa implícita neta de 18.1% como promedio en los últimos cinco años.¹⁴ A pesar de parecer una tasa de rentabilidad alta, nuestra estimación está muy cercana a la del promedio para ocho países latinoamericanos reportada por la CEPAL (1997), de 17.3% para el período 1991-1996.

¹² La separación entre endeudamiento público y privado se puede incorporar fácilmente en el modelo, pero no se espera que esto cambie los principales resultados que se obtienen.

¹³ Vale mencionar que esta tasa de rentabilidad implícita es tres puntos porcentuales menor cuando se incluye la IEAT. Sin embargo, para ser consistentes con el tratamiento distintivo que le brindamos a este sector debido a sus características particulares, usamos la tasa implícita SIEAT.

¹⁴ Por carencia de información pertinente asumimos que la vida útil de la IED es de 20 años. La sensibilidad de este supuesto se mide fácilmente al variar la tasa de rentabilidad neta. Una manera simplificada de realizar la estimación es agregarle la tasa de depreciación a la tasa implícita bruta, pero nuestro método es más preciso.

Determinación de la variable de sostenibilidad

El siguiente paso es establecer cuáles serán las variables de ajuste. Inicialmente se considera solamente el endeudamiento externo total, aunque este rubro puede dividirse posteriormente entre su componente público y privado. Un primer criterio es tomar relación entre deuda externa y PIB como un indicador de sostenibilidad (Milesi-Ferretti y Razin, 1996; Reisen 1998). Usualmente razones de deuda externa por encima del 50% del PIB se consideran excesivos, y montos superiores al 40% preocupantes.

En este documento se utiliza el criterio de sostenibilidad definido como el total de DE con respecto al Ingreso Nacional Bruto (INB) utilizado por Reinhart *et al.* (2003). En este estudio, el límite de sostenibilidad se determina en 35%. Debido a la creciente importancia del PNF dentro de la Balanza de Pagos, el uso del INB es una variable de mayor utilidad para estimar la sostenibilidad intertemporal del DCC con respecto a algún indicador de la capacidad de pago real del país. Además, Reinhart *et al.* consideran específicamente el caso de economías emergentes dentro de su estudio y no incluyen a países desarrollados para definir el límite de sostenibilidad.

Por construcción, el déficit de la cuenta comercial debe ajustarse para mantener el DCC constante. Esto es, dado que el PNF ya está determinado por el financiamiento externo de períodos precedentes y las tasas implícitas están fijas, entonces la cuenta comercial es el mecanismo de ajuste para mantener el DCC a los valores constantes con los que se realizará el ejercicio.

Otra alternativa es fijar el déficit en cuenta comercial y dejar que sea el DCC el que se ajuste. Este segundo modelo (que se presenta en la sección 4) brinda una mayor interrelación entre cambios en el PNF, el DCC y el financiamiento externo.

Valores iniciales

En el Cuadro 1 se resume los valores históricos encontrados en la sección anterior y el valor promedio de las variables exógenas. Estos serán tomados como los “valores iniciales” con los que se efectuará el ejercicio y serán modificados posteriormente para evaluar su sensibilidad y construir diferentes escenarios.

La mayoría de estos valores no se apartan de los promedios encontrados en la Tabla 2, aunque cabe destacar algunos rubros en particular.

- Aunque está por encima del promedio del período, se mantiene constante la razón RIN/PIB en un 10%. Este es un valor que se ha alcanzado en últimos dos años y el cual es generalmente considerado como un valor que brinda estabilidad externa.
- Se mantiene el valor de los errores y omisiones en 0.5% del PIB, a pesar de que el promedio de los últimos cinco años ha sido de 1%. Que el monto de esta partida sea positivo puede estar reflejando una subestimación del financiamiento recibido o una sobreestimación del DCC. Sin embargo, en los últimos tres años el monto ha sido significativamente menor al 0.5% del PIB.

- Para obtener las tasas implícitas sobre los intereses ganados se asume que el saldo de depósitos en el exterior se mantiene constante en el nivel promedio de 9% que ha registrado en el período 2000-2004.
- Finalmente, la razón activos externos del BCCR a RIN, se ubica en 75%.

Cuadro 1

Valores iniciales del modelo de sostenibilidad del DCC

Crecimiento del PIB en US\$	5.0%
Tasa de interés implícita DE	7.5%
Tasa de interés implícita activos externos BCCR	4.5%
Tasa de interés implícita depósitos externos	6.0%
Tasa rentabilidad implícita neta IED	18.0%
Otra Renta / PIB	-0.1%
Transferencias corrientes / PIB	1.0%
Aporte IEAT / PIB	0.4%
Flujo IED / PIB	3.0%
Otro Financiamiento / PIB	0.3%
Errores y omisiones / PIB	0.5%
Saldo depósitos externos / PIB	9.0%
Saldo activos externos BCCR / RIN	75.0%
RIN / PIB	10.0%
DCC / PIB	-4.5%

3.2 Resultados del modelo utilizando los valores iniciales y diferentes variaciones en el DCC

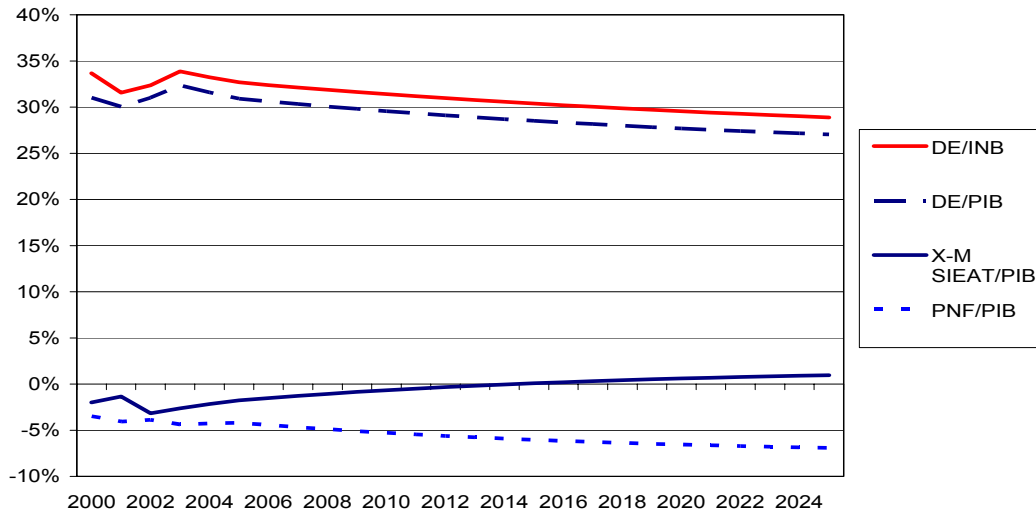
Usando como base los valores iniciales del Cuadro 1, se varía el nivel del DCC para observar el comportamiento futuro de las variables endógenas del modelo: la razón del endeudamiento y la cuenta comercial, al PIB. La Tabla 3 muestra los valores cuando las identidades básicas descritas en la sección 1.1 son combinadas con los valores iniciales y se extrapolan hasta 25 años en el futuro.

El Gráfico 5 muestra el comportamiento de los principales componentes cuando el DCC se sitúa en un 4.5% del PIB. La primera observación es que la razón deuda externa a producto y a ingreso, presenta un decrecimiento ubicándose por debajo del 35%. Por otra parte, el déficit en cuenta comercial tiene que ir disminuyendo paulatinamente para permitir una mayor participación relativa del PNF y así mantener constante el DCC. La alta tasa de rentabilidad de la IED SIEAT del 18% provoca un crecimiento sostenido del PNF que crea serias presiones en la cuenta corriente. Debido a la importancia de esta observación, este tema se aborda explícitamente más adelante.

Debido a su poca participación relativa, ajustes a los valores de las razones de la otra renta, transferencias corrientes y el aporte de la IEAT con respecto PIB no tienen un impacto significativo sobre la sostenibilidad intertemporal del DCC. Además, por construcción, su efecto se ve reflejado solamente en el déficit de la cuenta comercial. Debido a estas circunstancias no se considerarán en el resto del análisis.

Gráfico 5

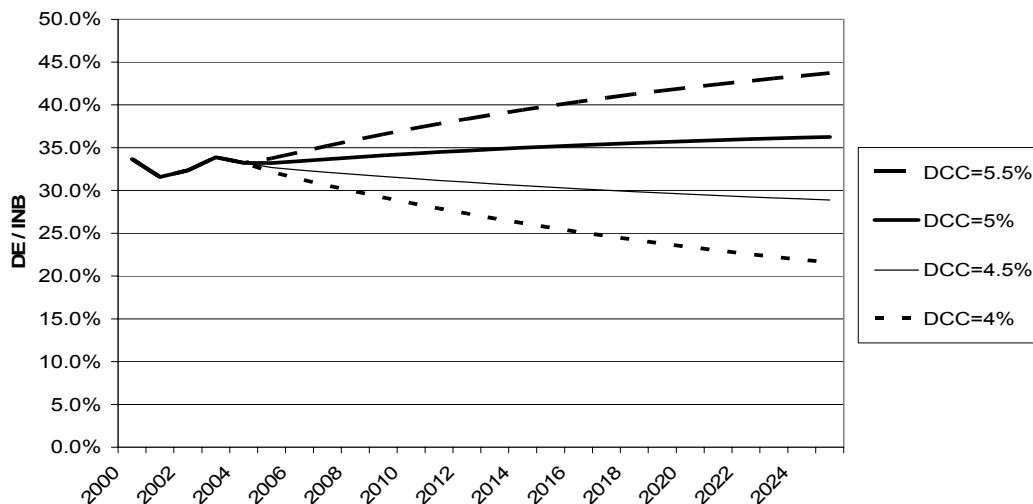
Modelo 1: Sostenibilidad intertemporal utilizando valores iniciales y un DCC constante



El Gráfico 6 muestra la relación DE/INB cuando se usan los valores iniciales y se varía el DCC. En este gráfico se muestra que con un nivel de 5% de la brecha en cuenta corriente, la razón DE/INB va creciendo y supera el límite de 35% en el año 2014. Por su parte, cuando el nivel del déficit se ubica en el 4.8%, la razón DE/INB se mantiene constante.

Gráfico 6

Razón entre la Deuda Externa y el INB con diferentes niveles del DCC



Empleando estos primeros resultados, se puede observar que un DCC del 4.8% del PIB se podría considerar como el límite superior para mantener en niveles sostenibles la razón entre endeudamiento externo y el producto. A su vez, niveles menores al 4.8% implicarían una disminución sostenida de esta razón de endeudamiento. Por lo tanto, con valores del DCC en el

rango entre 4.8% y 4.5%, que ha sido el promedio para Costa Rica en el período bajo análisis, se puede considerar sostenible basado exclusivamente en el comportamiento mecánico de las variables. Adicionalmente, estos resultados parciales están condicionados por los valores iniciales del modelo y en la próxima sección se efectúa un análisis de sensibilidad de estos resultados iniciales a variaciones en los diferentes parámetros. Además, y como analizaremos más adelante, el comportamiento de la cuenta comercial de bienes y servicios en el largo plazo también condiciona este resultado parcial.

Por otra parte, también vale recalcar que estos niveles de sostenibilidad se refieren a promedios para un número determinado de años y que no están directamente relacionados a valores anómalos en períodos específicos. Por ejemplo, un DCC de 8% para un año específico que se combine con sucesivos déficit de montos relativamente bajos, no trastornarían la sostenibilidad de largo plazo. Sin embargo, un déficit de tal magnitud para un año determinado probablemente sea el indicio de una crisis externa con implicaciones importantes para el sector real y financiero.

3.3 Análisis de sensibilidad y construcción de escenarios

El modelo anteriormente desarrollado permite el análisis expedito de cambios en los parámetros de los principales componentes de la balanza de pagos. Las estimaciones sobre la sostenibilidad intertemporal, representado tanto por la razón de endeudamiento externo a producto, como por el déficit en la cuenta comercial, puede realizarse cambiando una variable (análisis de sensibilidad) o alternativamente, cambiando más de una variable y de esta manera, construir escenarios futuros. En primera instancia se realizan dos análisis de sensibilidad y posteriormente se construye un escenario particular.

Cabe recalcar, que por construcción, los cambios en las variables asociadas con componentes de la cuenta corriente no tienen efecto sobre la razón entre DE/INB. Para analizar el impacto relativo de estas variables, en la próxima sección se emplea un segundo modelo donde se mantiene constante el déficit en cuenta comercial y se pueden evaluar los cambios que estos parámetros tienen sobre el DCC.

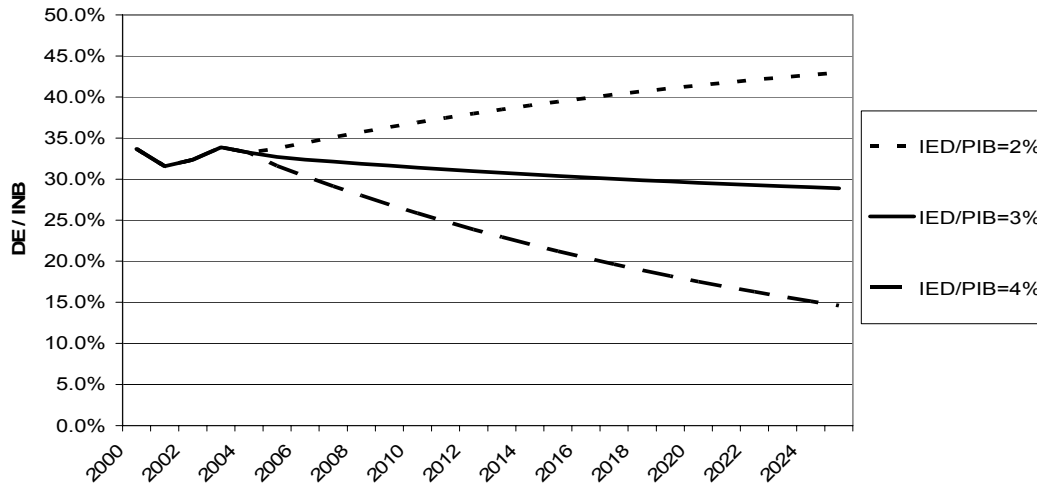
Inversión extranjera directa

Debido al creciente peso de la IED como fuente de financiamiento externo, se procede a realizar un análisis de cómo varía la sostenibilidad intertemporal con respecto a cambios en la IED. El Gráfico 7 muestra los diferentes valores de la variable de sostenibilidad (DE/INB) cuando se altera el nivel de la razón entre la IED y el producto.

Como es de esperar, la sostenibilidad intertemporal para el caso de Costa Rica está altamente influida por el comportamiento de la IED. Con un DCC de 4.5% se requeriría que la relación IED/PIB fuera de 2.7% para mantener el endeudamiento externo constante con relación al ingreso nacional. A su vez, una caída en tan solo un punto porcentual del flujo de la IED con respecto al PIB crearía una situación explosiva de endeudamiento externo.

Gráfico 7

Razón entre Deuda Externa y el INB usando valores iniciales y diferentes niveles de IED/PIB, 2000-2025.



En este contexto, el uso de la IED como principal fuente de financiamiento externo es un aspecto positivo de la economía costarricense, ya que existen varias razones por las cuáles este tipo de financiamiento no debe ser de mucha preocupación para la estabilidad externa y la sostenibilidad intertemporal. En particular, Reisen (1998) enumera algunas ventajas asociadas con el uso de la IED como fuente de financiamiento externo:

- La IED está principalmente determinada por consideraciones que no son cíclicas.
- La externalidad de Harberger¹⁵ no aplica para la IED.
- Cuando la IED no está relacionada a privatizaciones (que básicamente se traduce en un cambio en los derechos de propiedad), induce menores presiones sobre el tipo de cambio real y minimiza el riesgo de la enfermedad holandesa.
- En ausencia de distorsiones en el sector financiero y en la política cambiaria, la IED puede mejorar el saldo en la cuenta corriente mediante un efecto dinámico determinado por el aumento del crecimiento de las exportaciones, del PIB y del ahorro.

Si bien la IED tiene aspectos positivos como fuente de financiamiento externo, para el caso costarricense estos beneficios no se explotan plenamente debido a algunas características particulares. En primer lugar, en la Tabla 2 se observa que la tasa de rentabilidad implícita de la IED es muy elevada y bastante más alta que la tasa de interés implícita que se paga por la deuda externa. Esto podría deberse a problemas con las estimaciones de ambas tasas implícitas, pero también es un reflejo de que el inversionista extranjero espera tasas de rentabilidad mayores a las tasas de interés, las cuáles justifiquen el riesgo asociado con la inversión. Esta situación provoca

¹⁵ Se refiere a que los acreedores privados no internalizan el costo social marginal creciente de sus préstamos, que es una consecuencia de la pendiente positiva de la curva de oferta de capital externo.

que el PNF incurrido por el flujo de IED sea mayor que cuando se utiliza el endeudamiento externo para financiar el déficit en la cuenta corriente.¹⁶

Por otra parte, aún cuando la política de atracción de inversiones seguida en el país ha sido relativamente exitosa, también ha creado una serie de incentivos fiscales que hacen que esta tasa de rentabilidad posiblemente sea más alta. También debe resaltarse que la política industrial y comercial, han creado poca integración de las industrias extranjeras establecidas en el país con el resto de la economía costarricense. Esta situación debilita el vínculo que tiene la IED con el aumento en las tasas de crecimiento del PIB (Robles-Cordero y Rodríguez-Clare, 2002).

Mientras la IED muestra una tendencia estable, el pago de utilidades derivadas de la IED sigue aumentando. Esta situación restringe los efectos positivos de la IED sobre los flujos de la balanza de pagos derivados de los mayores flujos comerciales.

Esta tendencia creciente de pago de utilidades no ha sido exclusiva para Costa Rica. En muchos países de América Latina las entradas netas de IED han disminuido significativamente, pero aún así las salidas netas de renta de la IED se han incrementado. Si bien las empresas extranjeras vienen invirtiendo menos en la región, no se han reducido los dividendos que giran al exterior (CEPAL, 2004).

Relacionado a este punto también cabe resaltar el problema que el limitado desarrollo del sector financiero adquiere sobre la naturaleza del financiamiento externo e indirectamente sobre el DCC. En este sentido, a pesar de haber carencias evidentes en los niveles de inversión dentro del país, muchos agentes financieros y ahorrantes privados prefieren invertir en bonos y títulos internacionales. Esto evidencia importantes ineficiencias a la hora de equiparar el ahorro nacional con las necesidades de inversión locales.

Tasas de crecimiento del PIB

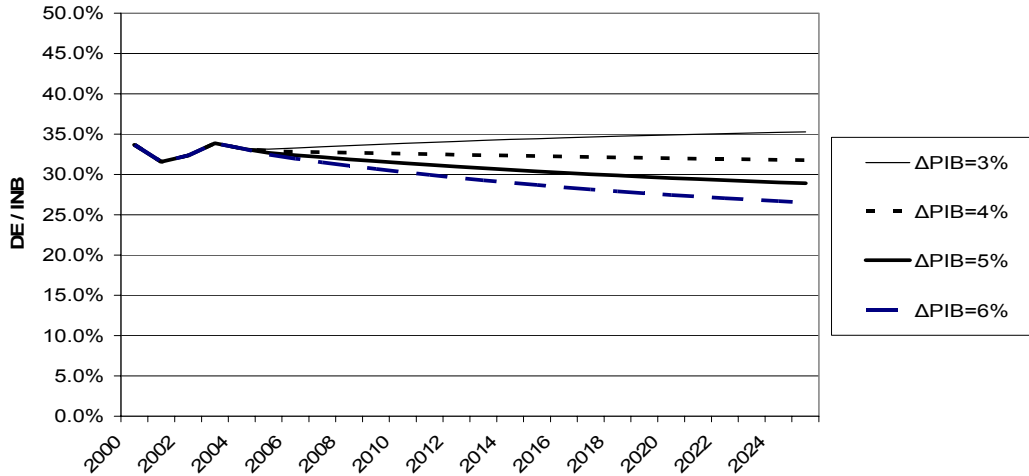
En el Gráfico 8 se muestra la sensibilidad de los resultados al cambio en la tasa de crecimiento del PIB. En este caso variaciones de un punto porcentual en esta tasa no tienen un efecto tan marcado sobre la razón DE/INB. Dados los parámetros iniciales con los que se ha venido trabajando, una tasa de crecimiento del 3.7% aseguraría que la razón del endeudamiento externo al ingreso nacional se mantenga constante.

Finalmente, la razón entre RIN y “otro financiamiento” con respecto al PIB tiene un impacto limitado sobre la definición de sostenibilidad aquí empleada. Sin embargo, como se mencionó anteriormente el rubro de “errores y omisiones” sí tiene un aporte más significativo al límite sostenible del DCC.

¹⁶ Esto a pesar de que las tasas implícitas deberían subir conforme aumenta el endeudamiento externo, en línea con la externalidad de Harberger.

Gráfico 8

Razón entre Deuda Externa y el INB usando valores iniciales y diferentes niveles de crecimiento del PIB, 2000-2025.



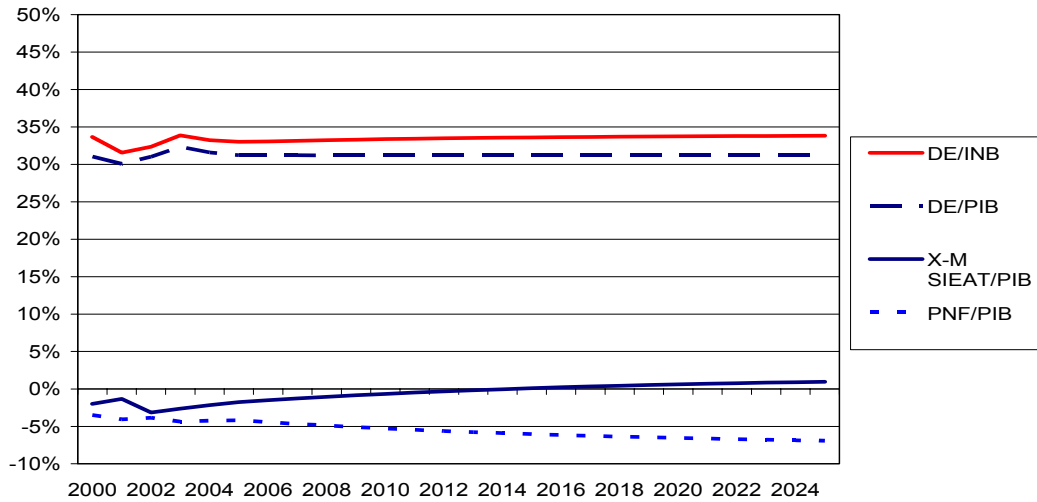
Escenario con mayor IED y crecimiento económico

El Gráfico 9 muestra un escenario “optimista”, con una tasa de crecimiento de la IED más alta (4%), que se asocia con un mayor crecimiento del PIB (6%). Estas condiciones positivas dan margen para un DCC del 6% del PIB que mantendría la relativa estabilidad intertemporal del endeudamiento externo. A pesar de que el PNF muestra un crecimiento alto que alcanza el 7.7% del PIB en el 2025, el alto DCC permite que la cuenta comercial sea deficitaria para todo el período.

Este escenario es un ejemplo claro de que un DCC que a primera vista parece excesivo puede ser sostenible en ciertas circunstancias. A su vez, si se construye un escenario menos optimista, también se puede llegar a la conclusión inversa y mostrar que un DCC del 3% puede ser excesivo. Esto enfatiza la conclusión de Edwards de que el monto del DCC no es tan importante como su composición relativa y las características estructurales del sector externo.

Gráfico 9

Escenario con IED/PIB del 4%, crecimiento del PIB del 6% y un DCC del 6%, 2000-2025



4. Modelo alternativo empleando una cuenta comercial constante

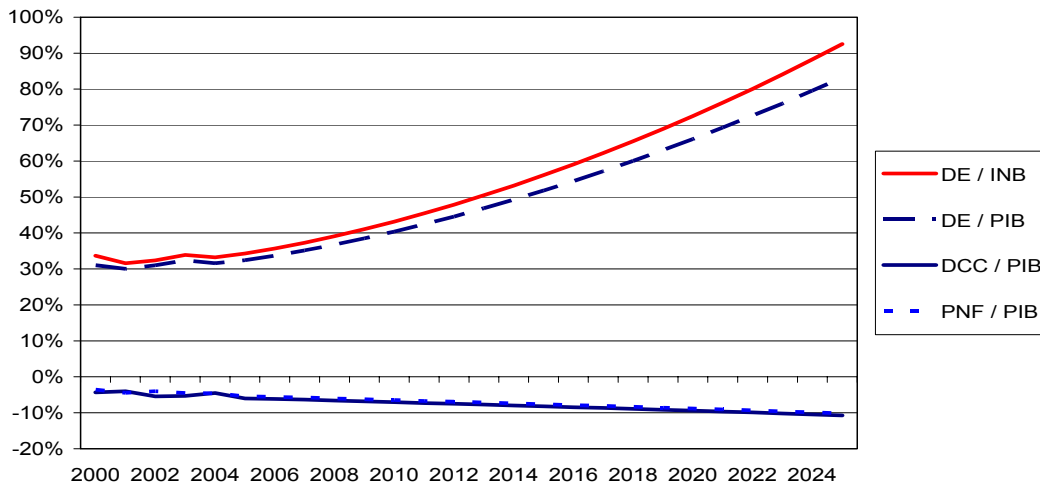
Considerando la importancia de la IED como fuente de financiamiento y su alta tasa de rentabilidad neta, se hace interesante permitir que el DCC pueda variar para acomodar un mayor PNF y paralelamente, se tengan que ajustar las necesidades de financiamiento externo. Este modelo alternativo mantiene constante el saldo de la cuenta comercial de bienes y servicios (X-M), que provoca cambios en el DCC y estos cambios, por construcción, se ven directamente reflejados en una variación en el endeudamiento externo (DE/INB).

El Gráfico 10 presenta la situación de sostenibilidad con los valores iniciales y con un saldo de la cuenta comercial de bienes y servicios de -2% del PIB. En la Tabla 2 se muestra que el promedio de los últimos cinco años es de -1.9%, mientras que para el todo el periodo asciende a -2.1% del PIB.

Con estos parámetros, el déficit en la cuenta comercial es parcialmente compensado por el crecimiento en las transferencias corrientes (1% del PIB) y el aporte de la IEAT (0.4% del PIB). Sin embargo, el DCC presenta una tendencia explosiva movido principalmente por el aumento del pago de renta sobre la IED y, en menor medida, por el pago de los intereses de la deuda externa. Este creciente DCC supera el 6% del PIB y el umbral del 35% en DE/INB en el año 2006.

Gráfico 10

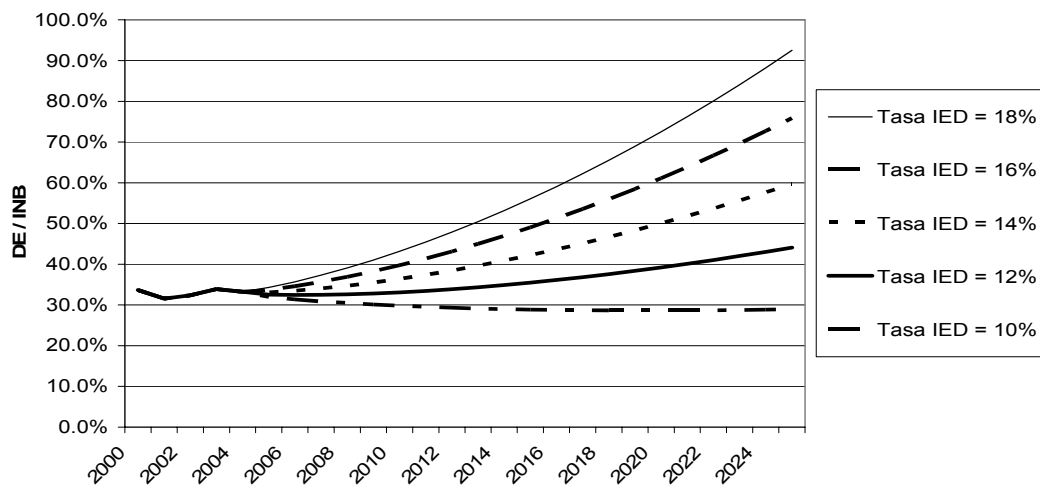
Modelo 2: Sostenibilidad intertemporal utilizando valores iniciales y una cuenta comercial de bienes y servicios constante



Como en este ejercicio no se está modelando el comportamiento de las variables, no se puede utilizar para hacer previsiones de las tendencias futuras. Sin embargo, sí muestra que la combinación de los niveles actuales en el déficit de cuenta comercial y en el crecimiento del pago neto de factores, conlleva a un DCC que no es sostenible.

Gráfico 11

Razón entre Deuda Externa y el INB usando valores iniciales y diferentes niveles de rentabilidad implícita de la IED, 2000-2025.



La insostenibilidad de los niveles en estas dos variables está directamente asociada con la tasa implícita de rentabilidad de la IED. Sin embargo, en el Gráfico 11 muestra que se necesita una

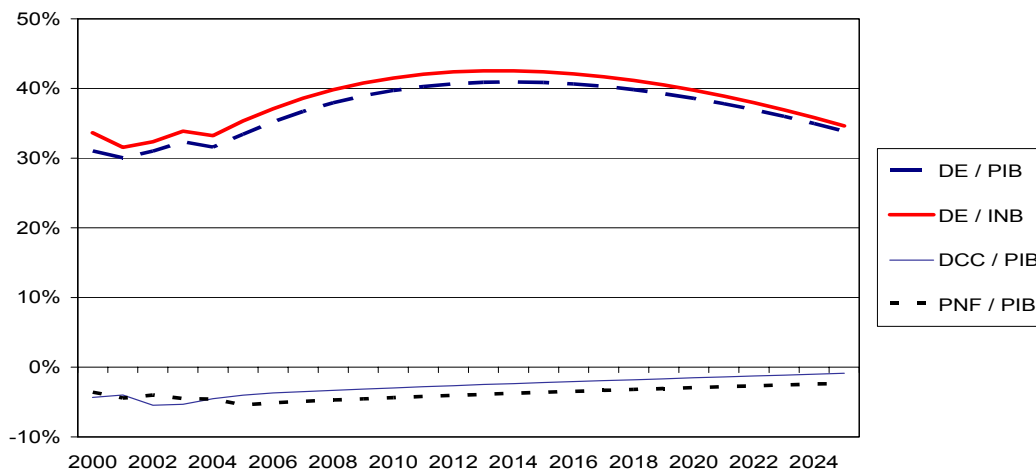
reducción sustancial de esta tasa, del 18% al 10%, para que el DCC sea de nuevo sostenible. Como resultado de estos ejercicios, no solo se recomienda un monitoreo al flujo de la IED, sino también al comportamiento asociado con la renta, y en especial, a la tasa implícita de rentabilidad.

Los resultados de este escenario también apuntan hacia la importancia de conocer las interrelaciones existentes entre IED, exportaciones, importaciones y crecimiento futuro del PIB. Con esta información, se puede tener una idea más completa sobre las implicaciones de cambios en el flujo de la IED sobre la balanza de pagos.¹⁷

Por otra parte, el Gráfico 12 muestra un escenario donde cesan completamente los flujos de IED, pero a su vez, también hay una igualdad entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Como indica el gráfico, tal situación se asocia con un aumento inicial de las razones de endeudamiento externo a ingreso y producto, y una reducción a partir del 2016. Esto indica que no solo el flujo de IED y su consiguiente pago de utilidades son importantes, sino que el servicio de la deuda externa del país también es un elemento que se debe estar monitoreando.

Gráfico 12

Sostenibilidad intertemporal utilizando valores iniciales y una cuenta comercial de bienes y servicios equilibrada y sin flujos de IED, 2000-2025



5. Conclusiones y recomendaciones

En este documento se construyó un modelo de sostenibilidad intertemporal del DCC, basado en simulaciones con base en los valores promedio recientes de los principales componentes de las identidades básicas de la balanza de pagos de Costa Rica.

¹⁷ Este es precisamente el objetivo de un documento de investigación complementario al actual, que forma parte del proyecto de investigación de la sostenibilidad de la cuenta corriente.

Este modelo es un ejercicio que combina parámetros con valores históricos promedios y que se alteran arbitrariamente para obtener, de manera mecánica, las identidades de la balanza de pagos. Asimismo, este modelo no considera relaciones causales o funcionales entre las diferentes variables y como tal, ha sido un primer paso hacia la evaluación de los niveles y características de déficit en cuenta corriente que pueden ser sostenidos en el mediano y largo plazo. En este sentido, esta limitación impide que se pueda establecer un dato puntual sobre un DCC que sea sostenible a futuro.

La utilidad del modelo viene dada por la simplificación de los componentes usualmente presentes en la balanza de pagos. Esto permite analizar el comportamiento histórico y obtener información sobre las tendencias posibles de las identidades básicas de esta balanza en el futuro. Adicionalmente, el modelo se puede modificar fácilmente para realizar análisis de sensibilidad sobre variables específicas y para construir escenarios futuros.

Las características con respecto a las variables de ajuste, la definición de sostenibilidad y las divisiones de los componentes de la balanza de pagos pueden ser fácilmente modificadas para analizar modelos alternativos. Por ejemplo, en el documento se modifica el modelo original para mantener fijo el nivel del déficit en la cuenta comercial y así analizar la sensibilidad del DCC a cambios en los parámetros que afectan el PNF. Alternativamente, también puede usarse una mayor apertura de la cuenta comercial de bienes y servicios, y considerar otro tipo de indicadores de sostenibilidad, tales como la razón entre exportaciones y servicio de la deuda externa, y la razón entre importaciones y reservas monetarias.

Las principal recomendación de los dos modelos estudiados es que se debe tener un monitoreo del flujo de la IED y de la tasa de rentabilidad asociada. La importancia del nivel de las tasas de interés internacionales, y de la capacidad de endeudamiento externo, ya sea público o privado, a pesar de ser fuentes aún no agotadas de financiamiento, han sido complementadas por el significativo aumento de la IED como la principal fuente de financiamiento externo en los últimos años. Una interrupción súbita de este flujo puede crear presiones significativas sobre el DCC que pueden derivar en una crisis externa en el corto plazo. A su vez, debido a la creciente importancia de este tipo de financiamiento, sería de mucha utilidad que estas industrias puedan integrarse de mejor manera con el resto de la economía, ya sea mediante una mayor contribución fiscal o principalmente, mediante una mayor vinculación productiva a otros sectores.

6. Referencias

CEPAL (1998). La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe: Informe 1997. Naciones Unidas, Chile.

CEPAL (2004). La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe: Informe 2003. Naciones Unidas, Chile.

Edwards, S. (2001). "Does the Current Account Matter?" NBER Working Paper 8275.

- Edwards, S. (2004). “Thirty Year of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops,” NBER Working Paper 10276.
- León, J., E. Méndez y E. Prado (2003). “El tipo de cambio real de equilibrio de Costa Rica”. Documento de Investigación DIE-DM-10-2003-DI, Banco Central de Costa Rica.
- Milesi-Ferretti, G.M. y A. Razin (1996). “Sustainability of Persistent Current Account Deficits,” NBER Working Paper No. 5467.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003). “Debt Intolerance,” NBER Working Paper 9908.
- Reisen, H. (1998). “Sustainable and Excessive Current Account Deficits,” OECD Development Centre, Technical Paper No. 132.
- Robles-Cordero, E. y A. Rodríguez-Clare. (2002). “Inversión nacional y extranjera en Centroamérica: ¿cómo fomentarla en el marco de la OMC?” Academia de Centroamérica.

7. Anexo

Diferencias entre flujos y stock de IED

El stock de inversión extranjera directa en la economía declarante incluida en la PII, no necesariamente coincide con los flujos de inversión extranjera directa incluidos en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Metodológicamente, los flujos de IED incluidos en la balanza de pagos, tienen que responder a transacciones entre un residente y un no residente. No obstante, las variaciones en el stock de IED no solo obedecen a los flujos de IED, sino además, existen otros factores como variaciones en las cuentas de patrimonio, que no obedecen a una transacción sino a aspectos de tipo contable. Adicionalmente, la recopilación de las estadísticas normalmente sufre modificaciones en la cobertura lo cual afecta el stock pero no los flujos de IED. Finalmente, deben considerarse los ajustes cambiarios los cuales no constituyen transacciones en sí mismos, por lo que deben excluirse del flujo de IED pero no así del stock.

Diferencias entre flujos y stock de la deuda externa

Los movimientos de la deuda externa registrados en la posición de inversión internacional, tampoco coinciden con los incluidos en la balanza de pagos. Las principales diferencias son las siguientes:

1. En la balanza de pagos se registran los desembolsos que recibe el país sin realizar ajuste alguno. En la PII se ajustan los flujos, por los títulos adquiridos por residentes, que en el caso particular del gobierno, es un monto bastante considerable. Otros bonos con estas

características, son los emitidos por el ICE y los bonos Brady, que en algunos años alcanzaron montos importantes.

2. Los títulos del Gobierno adquiridos por el BCIE en Costa Rica, no están incorporados en la balanza de pagos pero si se incluyen en la PII.
3. Los ajustes cambiarios que se realizan en la PII, no corresponden a transacciones por lo tanto, no se incluyen en la balanza de pagos. En algunos años, han representado montos importantes, por ejemplo, en el 2002, los ajustes cambiarios fueron superiores a los \$85 millones.

Tabla 1: Balanza de Pagos de Costa Rica

Cifras en millones de dólares

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedios	
																1990-2004	2000-2004
I CUENTA CORRIENTE	-568	-285	-412	-679	-517	-357	-264	-480	-519	-650	-691	-655	-916	-929	-831	-584	-804
A. Bienes	-560	-427	-578	-910	-928	-655	-606	-780	-742	234	-565	-1,177	-1,658	-1,531	-1929	-854	-1,372
Exportaciones FOB	1,765	1,899	2,386	2,625	2,882	3,482	3,774	4,221	5,538	6,576	5,813	4,923	5,270	6,163	6370	4,246	5,708
Importaciones CIF	-2,325	-2,326	-2,965	-3,535	-3,810	-4,137	-4,380	-5,000	-6,280	-6,342	-6,378	-6,100	-6,928	-7,694	-8299	-5,100	-7,080
B. Servicios	114	213	217	327	395	389	377	422	577	833	1,033	1,114	1,079	1,238	1399	648	1,173
Transportes	37	36	56	45	62	52	60	46	75	115	159	151	127	134	137	86	142
Viajes	130	192	219	328	345	358	374	394	505	651	817	809	816	940	1053	529	887
Otros Servicios	-53	-15	-58	-46	-11	-21	-58	-18	-3	66	57	154	136	164	208	34	144
C. Renta	-242	-188	-214	-239	-139	-225	-185	-248	-467	-1,822	-1,252	-748	-517	-849	-517	-523	-777
Intereses deuda pública exterr	-270	-186	-197	-192	-173	-199	-179	-190	-184	-200	-214	-244	-237	-247	-240	-210	-236
Otra renta	28	-1	-17	-47	34	-27	-6	-57	-283	-1,621	-1,038	-504	-281	-601	-277	-313	-540
D. Transferencias Corrientes	120	118	163	143	155	134	149	126	113	104	93	155	181	213	216	146	172
II CUENTA CAPITAL	287	704	549	703	412	537	186	696	370	1,131	539	669	1,081	1,268	913	670	894
A. Transferencias de Capital	70	24	10	0	10	0	28	0	0	2	18	14	6	28	9	15	15
B. Cuenta Financiera	217	680	539	703	402	537	158	696	370	1,128	520	655	1,075	1,240	904	655	879
Sector público	-3	163	52	-66	-149	-148	-230	48	-23	97	136	39	67	179	55	14	95
Desembolsos	237	310	331	312	256	244	195	602	528	481	509	420	426	955	567	425	575
Amortizaciones	-588	-239	-323	-383	-429	-367	-356	-578	-559	-327	-374	-383	-378	-679	-498	-431	-462
Otros	348	92	43	6	24	-25	-69	24	8	-58	1	2	19	-97	-14	20	-18
Sector Privado	220	516	488	768	551	685	388	648	392	1,032	384	616	1,007	1,061	849	640	784
Inversión directa	162	178	226	247	298	331	421	402	607	614	400	447	625	547	557	404	515
Resto de capital privado	58	338	262	522	253	353	-33	245	-214	417	-16	169	383	514	292	236	268
III ACTIVOS DE RESERVA (- aumento, + disminución)	281	-419	-137	-24	105	-179	78	-216	150	-480	152	-13	-165	-339	-82	-86	-89
Indicadores adicionales																	
INB (millones de dólares)		6,974	8,360	9,398	10,417	11,486	11,658	12,580	13,633	13,973	14,697	15,620	16,146	16,699	17,584	12,802	16,149
INB crecimiento			19.9%	12.4%	10.8%	10.3%	1.5%	7.9%	8.4%	2.5%	5.2%	6.3%	3.4%	3.4%	5.3%	7.5%	4.7%
PIB (millones de dólares)	7,401	7,158	8,574	9,637	10,556	11,711	11,843	12,829	14,096	15,797	15,946	16,403	16,839	17,486	18,495	12,985	17,034
Población (miles)	2,994	3,064	3,132	3,199	3,266	3,470	3,565	3,657	3,747	3,838	3,925	4,008	4,090	4,170		3580	4048
PIB pc		2,337	2,738	3,012	3,232	3,375	3,322	3,509	3,762	4,116	4,062	4,092	4,117	4,193		3528	4116
PIB crecimiento		-3.3%	19.8%	12.4%	9.5%	10.9%	1.1%	8.3%	9.9%	12.1%	0.9%	2.9%	2.7%	3.8%	5.8%	6.9%	3.2%
Cuenta Corriente / PIB	-7.7%	-4.0%	-4.8%	-7.0%	-4.9%	-3.1%	-2.2%	-3.7%	-3.7%	-4.3%	-4.3%	-4.0%	-5.4%	-5.3%	-4.5%	-4.6%	-4.7%
Cuenta Comercial / PIB	-7.6%	-6.0%	-6.7%	-9.4%	-8.8%	-5.6%	-5.1%	-6.1%	-5.3%	1.5%	-3.5%	-7.2%	-9.8%	-8.8%	-10.4%	-6.6%	-8.0%
Balance de Servicios / PIB	1.5%	3.0%	2.5%	3.4%	3.7%	3.3%	3.2%	3.3%	4.1%	5.1%	6.5%	6.8%	6.4%	7.1%	7.6%	4.5%	6.9%
Balance de Renta / PIB	-3.3%	-2.6%	-2.5%	-2.5%	-1.3%	-1.9%	-1.6%	-1.9%	-3.3%	-11.5%	-7.9%	-4.6%	-3.1%	-4.9%	-2.8%	-3.7%	-4.6%
Flujo IED / PIB	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	3.6%	3.2%	4.3%	3.9%	2.5%	2.7%	3.7%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
Resto de Capital Privado/PIB	0.8%	4.7%	3.1%	5.4%	2.4%	3.0%	-0.3%	1.9%	-1.5%	2.6%	-0.1%	1.0%	2.3%	2.9%	1.6%	2.0%	1.5%
Saldo RIN	366	781	921	943	824	1,010	925	1,140	992	1,472	1,318	1,330	1,495	1,834	1,915	1,151	1,578
RIN / PIB	4.9%	10.9%	10.7%	9.8%	7.8%	8.6%	7.8%	8.9%	7.0%	9.3%	8.3%	8.1%	8.9%	10.5%	10.4%	8.8%	9.2%

Fuente: Sección de Balanza de Pagos, Banco Central de Costa Rica

Nota: Los datos para el 2004 son preliminares (revisión a junio 2005).

Tabla 2: Costa Rica, Balanza de Pagos Estilizada

Cifras en millones de dólares

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedios	
																2000-2004	1990-2004
I CUENTA CORRIENTE	-568	-285	-412	-679	-517	-357	-264	-480	-519	-650	-691	-655	-916	-929	-831	-804	-584
A. Cta. Comercial ByS SIEAT	-446	-215	-357	-578	-527	-260	-221	-338	-282	-424	-303	-130	-505	-439	-256	-326	-352
B. Pago Neto a Factores SIEAT	-242	-188	-218	-244	-145	-231	-192	-267	-332	-443	-573	-726	-671	-782	-839	-718	-406
Intereses pagados DE pública			-197	-192	-173	-199	-179	-190	-184	-200	-214	-244	-237	-247	-240	-236	-207
Intereses pagados DE privada			-25	-40	-38	-57	-52	-58	-64	-68	-108	-104	-59	-71	-62	-81	-62
Intereses ganados BCCR			34	38	44	51	64	75	83	76	105	54	36	30	32	51	55
Intereses ganados sector privado			60	52	88	83	62	77	73	100	111	106	87	83	94	96	83
Renta de la IED SIEAT			-92	-101	-65	-109	-89	-178	-235	-338	-450	-521	-474	-558	-638	-528	-296
Otra renta			1	-1	-1	0	3	7	-5	-12	-17	-17	-25	-19	-25	-20	-9
C. Transferencias corrientes	120	118	163	143	155	134	149	126	113	104	93	155	181	213	216	172	146
D. Aporte neto IEAT									-19	113	91	45	79	80	48	69	63
X-M (ajustado)									207	1,499	787	158	111	103	112	254	425
Utilidades									-225	-1,386	-696	-113	-33	-23	-64	-186	-363
II CUENTA DE CAPITAL	287	704	549	703	412	537	186	696	370	1,131	539	669	1,081	1,268	913	894	670
A. Inversión directa	162	178	226	247	298	331	421	402	607	614	400	447	625	547	557	515	404
B. Endeudamiento externo	-123	274	75	16	-354	-8	-271	23	-35	391	-313	-10	442	589	10	144	47
Público	-3	163	52	-66	-149	-148	-230	48	-23	97	136	39	67	179	55	95	14
Privado	5	11	-12	-18	-76	69	42	54	-30	-8	-165	-151	37	150	36	-19	-4
Depositos externos (- aumento, + dism.)	-125	100	36	99	-129	71	-84	-79	17	303	-283	103	338	260	-81	67	36
C. Otro financiamiento	119	-10	12	-12	-4	158	-82	112	-19	-69	70	-9	2	45	265	74	39
D. Errores y omisiones	129	261	236	452	472	55	119	158	-183	194	381	240	13	87	81	160	180
III Δ RIN (- aumento, + disminución)	281	-419	-137	-24	105	-179	78	-216	150	-480	152	-13	-165	-339	-82	-89	-86
Razones con respecto al PIB																	
Cta. Comercial ByS SIEAT/ PIB	-6.0%	-3.0%	-4.2%	-6.0%	-5.0%	-2.2%	-1.9%	-2.6%	-2.0%	-2.7%	-1.9%	-0.8%	-3.0%	-2.5%	-1.4%	-1.9%	-2.1%
PNF / PIB	-3.3%	-2.6%	-2.5%	-2.5%	-1.4%	-2.0%	-1.6%	-2.1%	-2.4%	-2.8%	-3.6%	-4.4%	-4.0%	-4.5%	-4.5%	-4.2%	-3.3%
Renta SIEAT / PIB			1.1%	1.0%	0.6%	0.9%	0.8%	1.4%	1.7%	2.1%	2.8%	3.2%	2.8%	3.2%	3.4%	3.1%	2.4%
Transferencias ctes. / PIB	1.6%	1.6%	1.9%	1.5%	1.5%	1.1%	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%
Aporte IEAT / PIB									-0.1%	0.7%	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%
Otra Renta / PIB	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Flujo IED / PIB	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	3.6%	3.1%	4.3%	3.9%	2.5%	2.7%	3.7%	3.1%	3.0%	3.0%	3.3%
Otro financiamiento / PIB	1.6%	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	1.4%	-0.7%	0.9%	-0.1%	-0.4%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.3%	1.4%	0.4%	0.2%
Errores y omisiones / PIB	1.7%	3.6%	2.8%	4.7%	4.5%	0.5%	1.0%	1.2%	-1.3%	1.2%	2.4%	1.5%	0.1%	0.5%	0.4%	1.0%	0.8%

Fuente: Sección de Balanza de Pagos, Banco Central de Costa Rica

Nota: Los datos para el 2004 son preliminares (revisión a junio 2005).

Tabla 3: Costa Rica, Saldos de Endeudamiento Externo y Tasas Implícitas

Cifras en millones de dólares

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Promedios	
																2000-2004	1990-2004
Deuda externa e intereses																	
Saldo deuda externa BoP							4,583	4,355	4,608	4,774	4,947	4,930	5,222	5,656	5,842	5,319	4,991
Saldo DE total / PIB							38.7%	33.9%	32.7%	30.2%	31.0%	30.1%	31.0%	32.3%	31.6%	31.2%	32.4%
Saldo DE total / INB							39.3%	34.6%	33.8%	34.2%	33.7%	31.6%	32.3%	33.9%	33.2%	32.9%	34.1%
Saldo DE pública BoP	3,173	3,336	3,387	3,322	3,173	3,025	2,795	2,843	2,820	2,917	3,053	3,092	3,159	3,338	3,393	3,207	3,122
DE pública / PIB	42.9%	46.6%	39.5%	34.5%	30.1%	25.8%	23.6%	22.2%	20.0%	18.5%	19.1%	18.8%	18.8%	19.1%	18.3%	18.8%	26.5%
Saldo DE privada BoP							1,459	1,512	1,788	1,858	1,894	1,838	2,063	2,318	2,449	2,112	1,909
DE privada / PIB							12.3%	11.8%	12.7%	11.8%	11.9%	11.2%	12.3%	13.3%	13.2%	12.4%	12.3%
Saldo DE privada BoP SCC 1/							693	760	745	905	1,079	1,202	1,262	1,520	1,438	1,300	1,067
Saldo DE SCC							3,488	3,603	3,566	3,822	4,132	4,294	4,422	4,858	4,831	4,507	4,113
DE SCC / PIB							29.5%	28.1%	25.3%	24.2%	25.9%	26.2%	26.3%	27.8%	26.1%	26.5%	26.6%
Intereses pagados DE			161	232	211	256	231	248	247	268	322	348	295	318	303	317	265
Intereses / DEsec (t-1)								7.1%	6.9%	7.5%	8.4%	8.4%	6.9%	7.2%	6.2%	7.4%	7.3%
Intereses DE pública	270	186	197	192	173	199	179	190	184	200	214	244	237	247	240	236	210
Intereses / DE pública (t-1)		5.9%	5.9%	5.7%	5.2%	6.3%	5.9%	6.8%	6.5%	7.1%	7.3%	8.0%	7.6%	7.8%	7.2%	7.6%	6.7%
Intereses DE privada			-36	40	38	57	52	58	64	68	108	104	59	71	62	81	57
Intereses / DE privada (t-1)								8.3%	8.4%	9.1%	12.0%	9.7%	4.9%	5.6%	4.1%	7.3%	7.8%
Saldo activos externos BCCR 2/					512	690	623	857	703	1,165	976	976	1,047	1,405	1,487	1,178	949
Activos externos / RIN					0.62	0.68	0.67	0.75	0.71	0.79	0.74	0.73	0.70	0.77	0.78	0.74	0.72
Intereses ganados BCCR			34	38	44	51	64	75	83	76	105	54	36	30	32	51	55
Intereses BCCR / SAE (t-1)						10.0%	9.3%	12.0%	9.6%	10.9%	9.0%	5.5%	3.7%	2.9%	2.3%	4.7%	7.5%
Depósitos en el exterior BoP 3/							1,871	1,950	1,933	1,630	1,914	1,811	1,473	1,213	1,294	1,541	1,676
Dep. externos / PIB							15.8%	15.1%	13.7%	10.3%	11.8%	10.9%	8.5%	7.0%	7.1%	9.1%	11.2%
Intereses ganados depósitos			60	52	88	83	62	77	73	100	111	106	87	83	94	96	83
Intereses dep. / dep. (t-1)								4.1%	3.8%	5.1%	6.8%	5.6%	4.9%	5.8%	7.6%	6.1%	5.5%
Inversión Extranjera Directa																	
Saldo IED BoP							836	1,239	1,845	2,460	2,860	3,307	3,932	4,479	5,036	3,923	2,888
Flujo IED BoP	162	178	226	247	298	331	421	402	607	614	400	447	625	547	557	515	404
Renta IED SIEAT			92	101	65	109	89	178	235	338	450	521	474	558	638	528	296
Renta / IED SIEAT (t-1)								21.3%	19.0%	18.3%	18.3%	18.2%	14.3%	14.2%	14.2%	15.9%	17.2%
Saldo IED SIEAT neto							836	1,197	1,744	2,271	2,558	2,877	3,358	3,737	4,107	3,327	2,521
Renta / IED SIEAT neto (t-1)								21.3%	19.6%	19.4%	19.8%	20.4%	16.5%	16.6%	17.1%	18.1%	18.8%

Fuente: Sección de Balanza de Pagos, Banco Central de Costa Rica

Nota: Los datos para el 2004 son preliminares (revisión a junio 2005).

1/ SCC denota sin Créditos Comerciales y SIEAT: sin industria electrónica de alta tecnología

2/ Incluye depósitos a la vista y a plazo, e inversiones del BCCR.

3/ Incluye monedas y depósitos en el exterior en poder del sector privado costarricense