

FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL PRIVADO EN COSTA RICA

Carlos Francisco Carranza

Profesor e Investigador del Centro Internacional de Política Económica (CIPE)
Universidad Nacional

Wim Pelupessy

Investigador del Instituto de Estudios del Desarrollo (IVO), Universidad de
Tilburg, Holanda.

I. Introducción

Las crisis financieras sufridas por varios países de economías emergentes durante el segundo semestre de 1997, la crisis de Rusia en 1998, la crisis de Brasil de inicios de 1999 y la crisis de Argentina de finales del 2000, son las más recientes e importantes trastornos financieros que han puesto a prueba teorías ampliamente aceptadas de la economía internacional y que han servido para desarrollar nuevos enfoques financieros.¹

La esencia de muchas crisis financieras en un país cualquiera es una enorme y repentina salida de capitales motivada por elementos de desconfianza basada en hechos reales o ficticiamente especulativos. La crisis en Asia, por ejemplo, pudo ocurrir porque una parte substancial de la deuda internacional estaba estructurada a muy cortos plazos de vencimiento (Radelet y Sachs, 1999).

La crisis de Brasil y Argentina tuvieron lugar porque desde 1998 en ambos países el crecimiento se había tornado negativo y presentaban elevados niveles de déficit en cuenta corriente y grandes necesidades de financiamiento para pagar deuda externa que estaba venciendo. La crisis de

Argentina se vio aun empeorada porque el déficit fiscal había crecido considerablemente hacia finales de 1999 y porque la descentralización del sector público en las provincias provocaron que las medidas fiscales, adoptadas desde inicios del 2000, no reeditaran los efectos necesarios para apaciguar las inquietudes de los mercados internacionales de capital.(FMI, 2000).

De acuerdo con el Reporte Anual del Fondo Monetario Internacional para 1998, la crisis asiática tuvo lugar por las severas presiones en los mercados financieros de varias economías asiáticas, ligadas en parte a preocupaciones por la debilidad de sus sistemas financieros, a la inflación en los mercados de bienes raíces y de acciones, a la presencia de grandes déficits externos, a la política de tipos de cambio relativamente fijos, y a la sobre-dependencia en capitales externos de corto plazo (los cuales tendieron a ser asignados en inversiones poco productivas).

Una entrada excesiva de capitales o sobre-inversión, combinada usualmente con ciertas circunstancias macroeconómicas y financieras puede conducir a severos daños, incluso llevando a una masiva salida de capitales que puede finalmente dañar aun más a la economía (véase mecanismos de transmisión, Goldfajn y Gupta (1999) y controles de capital, Johnston y Tamirisa, (1998).

Según la misma fuente (FMI, 2001), la crisis de Argentina tuvo lugar por varios factores: fuerte deterioro de los términos de intercambio, flotación del real brasileño, revaluación del dólar

¹ Modelos para predecir ataques a la moneda local (Flood y Marion 1998a, 1998b y por Flood y Marion 1996); desviaciones de la paridad no cubierta de intereses (Tañer, 1998 y Montiel, 1993, 1998); indicadores para anticipar una crisis cambiaria (Kaminsky, Lizondo y Reinhart, 1997 y por Goldfajn y Valdez, 1997); causas y consecuencias de los flujos masivos de capital, propuestas de política (López-Mejía, 1999, Chen y Khan, 1997) y Fernández-Arias y Montiel, 1995); cajas de conversión (Ghosh et. al., 1998).

de Estados Unidos que perjudicó el comercio con Europa y Brasil, principios socios comerciales de Argentina, aumento de tasas de interés internacionales y debilitada demanda interna.

Aunque Brasil abandonó el tipo de cambio fijo, Argentina se mantuvo por mucho tiempo aferrada a la Caja de Conversión establecida a partir de 1991, impidiéndole a muchas variables económicas y financieras ajustarse más rápidamente.

A pesar de las crisis financieras como las citadas, muchas relaciones importantes entre variables financieras deben mantenerse. Nos referimos en este artículo a variables como las tasas de interés internas y externas, a los tipos de cambio, a la paridad cubierta de tasas de interés, a la paridad no cubierta de tasas de interés, a la paridad del poder de compra de las monedas y el tipo de cambio efectivo real.

Estas relaciones recogen el efecto de las variables fundamentales de la economía, de la confianza y expectativas de los mercados internacionales e inversionistas nacionales y extranjeros. Mc Callum, B. (1994) y Hakkio y Rush (1999) encontraron que para los países industrializados las desviaciones ex-post de la paridad no cubierta de tasas de interés se explican, en gran medida, por los crecimientos no esperados en el tipo de cambio real.

Gran cantidad de estudios han verificado la relación entre la paridad de tasas de interés y los flujos de capital (López-Mejía, 1999 y Montiel, 1993), por los efectos que la desviación de la igualdad de tasas de interés tiene sobre los diferenciales de rendimiento de las inversiones financieras y sobre los costos de endeudamiento. Tanner (1998) utilizó métodos estadísticos para probar que las desviaciones de la paridad no cubierta son estacionarias y tienen media cero.

Cuando las desviaciones de la paridad no cubierta de tasas de interés no son estacionarias sino altamente volátiles y muestran altos valores, tanto positivos como negativos, como ocurre en los mercados financieros de los países en desarrollo o mercados financieros emergentes, tienen lugar grandes entradas y salidas de flujos internacionales de capital privado con severas consecuencias sobre las economías domésticas de esos países.

La entrada (y salida) masiva de capitales privados internacionales provoca serias consecuencias sobre las variables financieras (tasa de interés, tipo de cambio, inflación) y sobre las variables reales (producto interno bruto, inversión, ahorro, productividad media de la economía, balanza de pagos, cuenta corriente) de la economía.

Los mercados financieros emergentes se caracterizan principalmente por las siguientes características:

1. los diferenciales en las tasas nominales de interés son un reflejo de la existencia de una prima por riesgo país,
2. los significativos diferenciales de inflación con los socios comerciales reflejan el bajo grado de integración de los mercados financieros domésticos con los mercados financieros internacionales,
3. existen diversos tipos de controles de capital,
4. predominan las políticas macroeconómicas inconsistentes que afectan las variables económicas fundamentales,
5. los mercados financieros internos son imperfectos y por tanto las desviaciones de la paridad no cubierta de tasas de interés son estadísticamente diferentes de cero y no estacionarias.

El propósito de este artículo es analizar el efecto de los flujos de capital privado internacional sobre la productividad media de la economía, los niveles de consumo presente y la capacidad futura de Costa Rica de seguir siendo un destino atractivo para los inversionistas internacionales.²

El planteamiento y estudio de estos problemas se aborda empírica y teóricamente a través de las siguientes secciones. En la introducción se plantea el problema de las crisis financieras recurrentes en los mercados financieros internacionales. En la segunda sección se presentan las estadísticas de los flujos internacionales de capital privado en Costa Rica así como un resumen de la literatura acerca de las causas de los flujos internacionales de capital privado y sus variaciones.

² Costa Rica cuenta con bajas tasas de ahorro interno.

En la tercera sección se presentan los cálculos de la paridad no cubierta de tasas de interés en Costa Rica, una de las variables más importantes en el comportamiento de los flujos de capital, así como el abordaje teórico de esta importante variable financiera internacional. En la cuarta sección se examina el nivel y composición de la cuenta corriente de nuestro país para determinar las condiciones de sostenibilidad de los flujos de capital internacional privado, ya que esta condición es esencial para que Costa Rica pueda mejorar sus condiciones de vida actuales y mantener la estabilidad macroeconómica. Finalmente se presentan algunas conclusiones y recomendaciones para el diseño de la política económica.

Los datos utilizados corresponden a cifras en dólares tomados de las Estadísticas Financieras del Fondo Monetario Internacional, del Banco Central de Costa Rica.³

II. Flujos internacionales de capital privado en Costa Rica.

Los flujos de capital internacional privado en Costa Rica y su composición se presentan en el Cuadro 1 y Gráfico 1. Los flujos de capital se clasifican en inversión extranjera directa (IED), inversiones netas de portafolio y otras inversiones. Los flujos de IED incluyen el establecimiento o la compra de planta y equipo o la entrada neta de capitales en participaciones accionarias con el objetivo de ejercer el control de las operaciones.

La inversión de cartera incluye cambios netos en las *obligaciones externas* de los bancos, del sector privado y del gobierno, o la entrada neta de capitales en participaciones accionarias como inversiones de portafolio y no con el objetivo de

ejercer el control de las operaciones. Las otras inversiones incluyen *crédito* comercial y de proveedores, préstamos y otras cuentas.

La IED muestra un crecimiento importante hasta 1999, la Inversión de cartera ha sido de menor importancia y altamente volátil. Las Otras inversiones han tenido un comportamiento menos volátil pero destaca el elevado monto de salidas de capital ocurrido en 1996. Al igual que en Asia, México, Brasil y otros mercados emergentes, las desviaciones de la paridad no cubierta de tasas de interés afectan el comportamiento de las Inversiones de cartera. La IED depende de esas desviaciones y de un conjunto de variables que determinan las oportunidades de realizar inversiones productivas reales.

El Cuadro 1 muestra un hecho preocupante para la precisión del estudio de los flujos de capital privado: la cuenta de Errores y Capital no Determinado representa desde un 11.7 hasta un 73.9 por ciento del total de los flujos.

Los efectos de los flujos internacionales de capital privado sobre el capital productivo, la cuenta corriente y el nivel de endeudamiento externo de un país, se aborda mediante dos enfoques:⁴

1. la brecha entre ahorro e inversión (*savings-investment gap*),
2. la nivelación del consumo (*consumption smoothing*).

Ambos enfoques conducen a la determinación de una *ruta óptima* para el crecimiento de los flujos internacionales de capital privado hacia un país, considerando tanto los factores que inducen las entradas de capital como los factores que inducen las salidas de capital.

³ www.imf.org y www.bccr.fi.cr

⁴ Los flujos internacionales de capital privado son el resultado de una elección temporal entre consumo e inversión tanto de inversionistas internacionales como de deudores nacionales.

Cuadro 1
Costa Rica: Flujos Internacionales de Capital Privado
-millones de dólares-

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Cuenta Financiera	480.1	39.4	508.5	547.7	940.3	380.6	632.2
1. Inversión directa (IED)	331.4	421.3	402.5	606.9	614.5	400.1	445.0
En el exterior	-5.5	-5.7	-4.4	-4.8	-5.0	-8.5	-8.5
En el interior	336.9	427.0	406.9	611.7	619.5	408.6	453.6
2. Inversión de cartera	-24.9	-21.5	74.4	-85.6	85.2	-68.8	8.6
Participación en el capital	-0.4	0.0	-24.5	-33.9	-28.1	-4.0	-21.9
Deuda	-24.4	-21.5	98.9	-51.8	113.3	-64.8	30.6
3. Otras inversiones	173.6	-360.3	31.6	26.5	240.7	49.3	178.6
Créditos comerciales	159.8	-67.3	84.1	1.1	-54.2	266.9	129.4
Préstamos	-55.8	-136.5	18.5	9.2	15.6	42.0	-110.9
Moneda y depósitos	97.3	-44.7	-70.8	21.3	289.8	-282.3	152.5
Otros	-27.7	-111.7	-0.3	-5.1	-10.6	22.7	7.6
Inversiones de Cartera y Otras Inversiones	148.7	-381.8	106	-59.1	325.9	-19.5	187.2
Errores y Capital no determinado	63.7	111.6	189.1	-176.6	218.7	155.9	104.0
Activo de Reserva (reducción +, aumento -)	-186.4	84.9	-216.7	149.6	-480.1	152.2	-13.1
Flujos Internacionales de Capital Privado	543.8	151.0	697.6	371.1	1,115.0	536.5	736.2

(1)

Fuente: Banco Central de Costa Rica, usando la Metodología 5 del Manual de Balanza de Pagos, FMI.

(1) Corresponde a la suma de Inversión extranjera directa, Inversiones de cartera, Otras inversiones, Errores y capital no determinado.

Si las perspectivas de *crecimiento real* de un país son evidentes y confiables porque existen oportunidades inexploradas de inversión y de crecimiento, entonces los residentes de ese país pueden decidir tomar prestados recursos del exterior para aumentar su consumo presente, tomando en cuenta que parte de los ingresos futuros por el crecimiento económico deben ser utilizados para pagar el endeudamiento externo.

Esto requiere además que los inversionistas internacionales *estén dispuestos* a mantener los activos financieros del país y *confíen* en la capacidad futura de pago para honrar los compromisos financieros internacionales. Si ambas condiciones tienen lugar entonces el país puede explotar las expectativas de su crecimiento potencial y expandir las posibilidades presentes de consumo e inversión mientras mantenga un *déficit sostenible* en la cuenta corriente de la balanza de pagos.⁵

Chen y Khan (1997) han señalado los indicadores del crecimiento potencial y los requerimientos para el desarrollo del mercado financiero interno

de un país.⁶ El modelo presentado por Chen y Khan predice la existencia de diferenciales positivos en los rendimientos del portafolio de inversiones en acciones (*equity*) en países donde se presentan combinaciones apropiadas de desarrollo del sistema financiero y de crecimiento potencial.

No sorprende por tanto, en línea con las conclusiones de los más recientes modelos de segunda generación, que bajo ligeros cambios en las perspectivas o expectativas del potencial de crecimiento o de la integridad del sistema financiero, los diferenciales de rendimiento resulten negativos y den lugar a masivas salidas de capital internacional privado, un elemento que parece haber jugado un papel muy importante en la crisis asiática de 1997.

Para países como Costa Rica, donde los flujos de inversión de cartera no son importantes por el reducido desarrollo de su mercado bursátil y accionario, dominado por operaciones de mercado

⁵ Véase Krugman (1979), Sachs (1982) y Knight y Scacciavillani (1998).

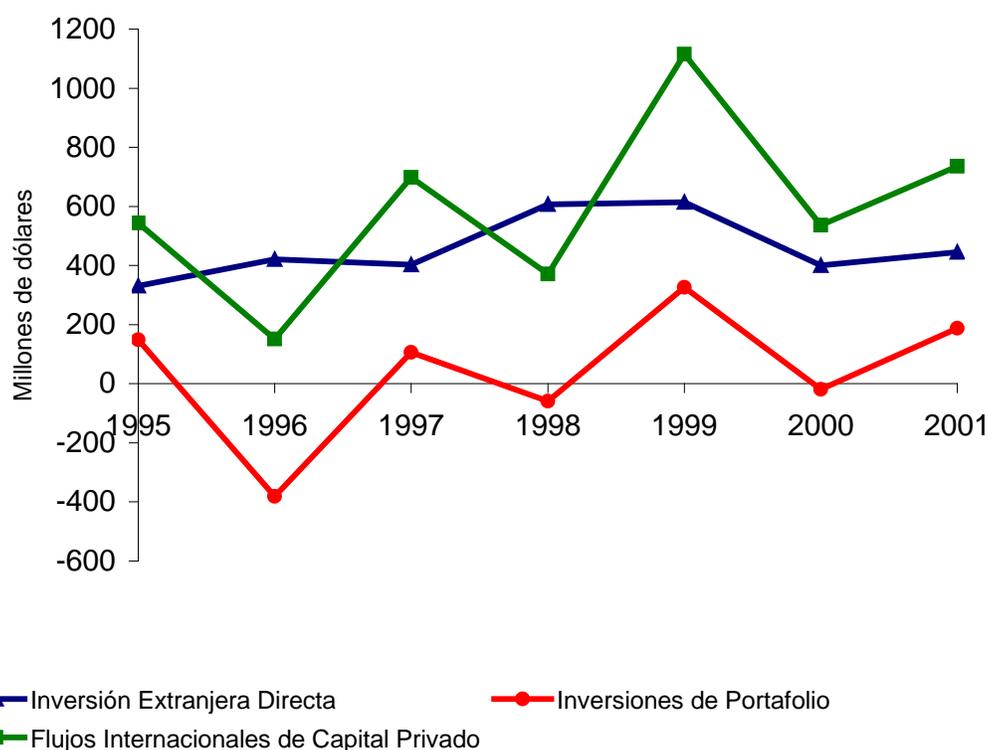
⁶ Desde la perspectiva de un inversionista internacional, la tasa media de crecimiento de las exportaciones, la estabilidad del déficit fiscal, la estabilidad del tipo de cambio, la estabilidad de la inflación y la calificación internacional de la deuda externa podrían ser indicadores apropiados.

primario y del sector público, el grueso de los flujos internacionales de capital privado está compuesto por los flujos de IED.⁷

Radelet y Sachs (1999), han señalado que la deuda de corto plazo de un país con los bancos internacionales, las inversiones de capital en instrumentos de portafolio, los depósitos en manos de residentes extranjeros no bancarios y los préstamos de largo plazo con cláusulas de

conversión e instrumentos de cobertura pueden ser cobrados y retirados muy rápidamente de ese país, poniendo presión sobre las reservas internacionales. Por tanto es útil contar con un indicador de la liquidez internacional o capacidad del país de hacer frente a los pagos al exterior, este indicador puede ser la razón del saldo de la deuda externa a corto plazo al saldo de reservas internacionales.

Gráfico 1
Costa Rica: Flujos Internacionales de Capital Privado



⁷ Para 1998, el Ministerio de Comercio Exterior había determinado que el recurso humano (51%), la estabilidad política (43%), la ubicación geográfica (39%) y los incentivos (37%) eran los factores más importantes en la decisión de invertir en Costa Rica.

Sin embargo, a pesar de que varios indicadores permanezcan dentro de rangos aceptables, la economía podría moverse de una situación de equilibrio a una situación de crisis, producto de una profecía auto cumplida (*self-fulfilling crisis*) según predicen los modelos de segunda generación.⁸

III. Desviaciones de la paridad no cubierta de tasas de interés.

El diferencial (d) en el rendimiento (o en el costo financiero), no cubierto ante el riesgo cambiario, que obtiene un inversionista nacional o internacional, al mantener un activo financiero (o un pasivo financiero) en una determinada moneda, nacional e insegura, en lugar de invertir (o de endeudarse) en un activo financiero (en un pasivo financiero) denominado en una moneda extranjera o divisa fuerte, al no incorporar la protección contra el riesgo por devaluación y su costo en los mercados cambiarios a futuro,⁹ está dado por:

$$d = i - i^* - e$$

donde i denota la tasa de interés nacional, i^* la tasa de interés internacional y e representa la *tasa esperada de devaluación* de la moneda nacional con respecto a la moneda extranjera en la cual alternativamente se piense hacer la inversión o incurrir en endeudamiento, para un plazo igual al plazo de la inversión o del endeudamiento.¹⁰ El diferencial d no es directamente observable pues depende de la tasa esperada, no observable, de

devaluación de la moneda nacional. La tasa realizada (ex-post) de devaluación sí es observable.

En los mercados financieros desarrollados, las cotizaciones para tipos de cambio a futuro, reflejan las expectativas de los operadores, inversionistas, bancos y *solicitantes de crédito*, acerca de la devaluación esperada de una u otra moneda.

Bajo la hipótesis de expectativas racionales y mercados financieros perfectos y eficientes, el tipo de cambio *spot* futuro iguala el valor *esperado* hoy, o sea, el premio (descuento) a futuro iguala la expectativa de revaluación (devaluación) en el tipo de cambio durante el período. Por tanto la tasa de devaluación del tipo de cambio puede ser usada como un estimador de la expectativa no observada e .

Ante la ausencia de cotizaciones del tipo de cambio a plazo, característica de los mercados financieros de los países en desarrollo, el uso de variaciones ex-post en el tipo de cambio *spot* en este documento se basa en el supuesto comúnmente aceptado de las expectativas racionales, esto es, que en promedio el valor esperado y el valor actual de una variable económica finalmente coinciden como resultado de la interacción de los operadores del mercado, oferentes y demandantes.

El tipo de cambio de hoy corresponde al tipo de cambio que esperaban los operadores “ n ” meses atrás. Cuanto más estable y predecible sea la tasa de devaluación,¹¹ “ n ” puede ser indistintamente 3, 6 o 12 meses atrás. Esto permite comparar tasas de interés y tasas de devaluación para períodos similares.

⁸ Para un informe completo sobre crisis financieras y cambiarias véase Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1997).

⁹ En los mercados financieros de países desarrollados, gracias a la existencia de mecanismos de protección contra riesgos cambiarios en los mercados de divisas a plazo, es posible para un inversionista internacional, decidir con cien por ciento de certeza, la elección de la moneda en que realiza una inversión financiera o se endeuda. Los mercados financieros de países en desarrollo desafortunadamente no ofrecen esa posibilidad por la inexistencia de mercados cambiarios a plazo.

¹⁰ Para simplificar la presentación se omite el producto ($i^* \times e$). Si el diferencial d es positivo, el rendimiento de las inversiones en moneda nacional es mayor que el rendimiento de las inversiones en moneda extranjera y el costo del endeudamiento en moneda extranjera es menor que el costo del endeudamiento en moneda nacional, provocando una entrada de capitales internacionales y un aumento del endeudamiento en moneda extranjera respectivamente.

¹¹ Tal como ha sido en Costa Rica como consecuencia de la política de minidevaluaciones y de transparencia del Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 2
Paridad no cubierta de tasas de interés

Trimestre	Inicio del Periodo	Interés US 3 MES (%)	Interés CR 3 MES (%)	Tipo de cambio (¢/\$)	Devaluación		Diferencial en interés (%)	Diferencial no cubierto (%)
					Esperada (%)	Real (%)		
1995Q1	1/01/95	5.78	20.00	164.51	3.13	4.49	14.22	0.42
1995Q2	1/04/95	5.62	27.00	171.89	4.49	4.21	21.38	0.86
1995Q3	1/07/95	5.38	27.00	179.12	4.21	4.18	21.62	1.20
1995Q4	1/10/95	5.27	25.00	186.61	4.18	4.19	19.73	0.75
1996Q1	1/01/96	4.95	23.00	194.43	4.19	3.44	18.05	0.32
1996Q2	1/04/96	5.04	18.50	201.12	3.44	3.05	13.46	-0.08
1996Q3	1/07/96	5.14	14.50	207.25	3.05	3.06	9.36	-0.71
1996Q4	1/10/96	4.97	14.50	213.59	3.06	2.96	9.53	-0.68
1997Q1	1/01/97	5.06	14.00	219.91	2.96	2.83	8.94	-0.72
1997Q2	1/04/97	5.07	13.00	226.14	2.83	2.87	7.93	-0.85
1997Q3	1/07/97	5.06	13.00	232.62	2.87	2.49	7.94	-0.88
1997Q4	1/10/97	5.09	12.50	238.41	2.49	2.36	7.41	-0.64
1998Q1	1/01/98	5.08	12.50	244.04	2.36	2.44	7.42	-0.51
1998Q2	1/04/98	5.01	12.00	249.99	2.44	2.60	6.99	-0.69
1998Q3	1/07/98	4.88	15.00	256.49	2.60	2.84	10.12	-0.07
1998Q4	1/10/98	4.31	16.00	263.77	2.84	2.81	11.69	0.08
1999Q1	1/01/99	4.42	16.00	271.19	2.81	2.79	11.58	0.08
1999Q2	1/04/99	4.46	16.00	278.75	2.79	2.69	11.54	0.10
1999Q3	1/07/99	4.70	16.00	286.24	2.69	2.11	11.30	0.14
1999Q4	1/10/99	5.06	15.00	292.27	2.11	1.95	9.94	0.38
2000Q1	1/01/00	5.54	14.00	297.96	1.95	1.74	8.46	0.17
2000Q2	1/04/00	5.78	13.50	303.14	1.74	1.59	7.72	0.19
2000Q3	1/07/00	6.01	13.50	307.95	1.59	1.58	7.49	0.29
2000Q4	1/10/00	6.04	13.75	312.82	1.58	1.57	7.71	0.35
2001Q1	1/01/01	4.90	13.25	317.74	1.57	1.62	8.35	0.51
2001Q2	1/04/01	3.68	12.25	322.88	1.62	1.54	8.57	0.52
2001Q3	1/07/01	3.27	12.25	327.85	1.54	1.87	8.98	0.71
2001Q4	1/10/01	1.95	12.00	333.99	1.87	2.22	10.05	0.64

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), Banco Central de Costa Rica y cálculos de los autores. Tipo de cambio: colones por US dólar. Tasa esperada de devaluación igual a la tasa real de devaluación en el trimestre anterior. Diferencial en interés igual a la diferencia en las tasas nominales de interés. Diferencial no cubierto igual al diferencial en tasas de interés ajustado por la devaluación esperada (se considera no cubierto porque en Costa Rica no existe mercado cambiario de futuros).

Para calcular el diferencial en el rendimiento (o costo financiero) en Costa Rica, no cubierto ante el riesgo cambiario, se utiliza la tasa de interés a noventa días para títulos del Banco Nacional de Costa Rica, la tasa de interés para letras del Tesoro de los Estados Unidos de América y la tasa real de devaluación del colón con respecto al dólar ocurrida en el trimestre inmediato anterior. Estos resultados se muestran en el Cuadro 2. El

diferencial en el rendimiento (o costo financiero), no cubierto contra el riesgo cambiario, resultó estadísticamente diferente de cero y no estacionario.¹²

¹² $d \sim N(\mu, \sigma^2)$, donde la media μ es diferente de cero y la variancia σ^2 es heteroscedástica.

Esto significa que otras variables como el riesgo país, los diferenciales de inflación, el bajo grado de integración del mercado financiero local con los mercados internacionales, las imperfecciones del mercado financiero local, los controles de capital y las políticas macroeconómicas inconsistentes originan tales diferenciales.

El diferencial no cubierto (d) en el rendimiento (o costo financiero) es solamente una más de las variables que explican el comportamiento de entrada y salida de los flujos de capital internacional privado en Costa Rica. (d) no puede explicar por sí solo, la totalidad del comportamiento de los flujos internacionales de capital privado, sean estos IED, Inversiones de cartera u Otras inversiones.

La IED en Costa Rica crece continuamente hasta 1999 y se explica por las expectativas de los inversionistas extranjeros acerca del crecimiento potencial de nuestro país, el cual efectivamente alcanzó tasas de crecimiento del producto interno bruto de 9 y 12 por ciento (véase Cuadro 6), por el constante desarrollo del mercado financiero y por la estabilidad cambiaria.

Se observa una relación directa entre el diferencial no cubierto de tasas de interés y los flujos de capital más líquidos como las Inversiones de cartera y Otras inversiones. La cuenta corriente de la balanza de pagos de Costa Rica es tradicionalmente deficitaria (véase Cuadro 4) y eso indica que los flujos internacionales de capital privado corresponden a endeudamiento para financiar el citado déficit en la cuenta corriente; de paso también algunos años para aumentar las reservas internacionales (véase Cuadro 1).

Considerando la existencia de retardos por los plazos de vencimiento de la deuda y el tiempo requerido para variar las expectativas de los agentes, se nota que a menores costos de endeudamiento en moneda extranjera anteriores a 1995, siguieron niveles crecientes de endeudamiento externo desde inicios de 1996 hasta finales de 1998, pasando de -381.8 millones de dólares en 1996 a 325.9 millones de dólares en 1998.

De inicios de 1996 hasta finales de 1998 el diferencial no cubierto en el costo financiero se mantenía en contra del endeudamiento en moneda extranjera, sin embargo, aun así se dio un aumento en el endeudamiento en moneda extranjera que no se revierte sino hasta inicios de 1999 con una

caída desde 325.9 millones de dólares hasta 187.2 millones de dólares en el año 2001. A partir de 1999 el diferencial no cubierto en el costo financiero se mantiene a favor del endeudamiento en moneda (véase Cuadro 2). Debe señalarse sin embargo que la relación entre la paridad no cubierta de tasas de interés y esas inversiones de portafolio no es absolutamente directa por el efecto de otras variables y problemas de medición.

Cuando la paridad no cubierta de tasas de interés no se mantiene, los diferenciales de tasas de interés nacionales con respecto a las tasas internacionales deben contar por un premio por riesgo y por la probabilidad de incumplimiento.¹³ Similarmente, Flood y Marion (1998b) esperan que la tasa doméstica de interés se desvíe de la tasa internacional por un monto igual a la tasa esperada de devaluación de la moneda nacional más un premio variable por riesgo a lo largo del tiempo.

IV. Flujos de capital internacional y sostenibilidad del déficit en cuenta corriente.

Los países con déficit en su cuenta corriente e insuficiencia de ahorro interno deben acudir a los flujos de capital privado internacional¹⁴ para financiar el saldo negativo de dicha cuenta corriente.

Sin embargo, un país no puede financiar indefinidamente el déficit en la cuenta corriente de su balanza de pagos por dos razones: agota sus reservas internacionales y acaba con la confianza de los comerciantes e inversionistas internacionales para seguir prestándole recursos a los consumidores, empresarios y gobierno. Las condiciones de crecimiento real y de estabilidad financiera pueden mantener el atractivo del país para recibir entradas de capital internacional privado.

Sin embargo, si la rentabilidad de la inversión interna, financiada con ahorro interno y externo, no garantiza niveles futuros de producción suficientes para hacer frente a los compromisos financieros externos, y si el manejo del flujo de

¹³ Incumplimiento definido más generalmente para incluir pagos incompletos de principal, retraso en las fechas de pago o introducción de controles de capital (Goldfajn y Baig, 1998).

¹⁴ Así como capital internacional de carácter oficial para financiar la diferencia entre las compras externas del gobierno y los recursos impositivos dedicados al pago de las facturas externas.

caja internacional tampoco garantiza la disponibilidad suficiente y oportuna de divisas para atender el servicio de la deuda externa, el flujo de entrada de capitales internacionales se puede ver abruptamente interrumpido.

La metodología de cuentas de la balanza de pagos conduce igualar el saldo de la cuenta de capital o flujos internacionales de capital privado (FIC), con la suma del saldo en cuenta corriente (CC) y la variación en las reservas internacionales netas (ΔRIN), esto es, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se puede financiar con endeudamiento internacional o con reservas internacionales, o bien, los FIC pueden financiar el déficit de la cuenta corriente y aumentar las reservas internacionales netas (véase Cuadro 3):

$$FIC = -(CC + \Delta RIN)$$

La cuenta corriente refleja los flujos de ingresos y egresos por el intercambio de bienes y servicios; el intercambio de dividendos, ganancias y rentas; y de transferencias unilaterales. La cuenta de FIC refleja los cambios en las cuentas de IED, Inversiones de cartera y Otras inversiones.

Los FIC se determinan por saldo en la cuenta corriente y por variables como los diferenciales en las tasas nominales de interés, el riesgo país, los diferenciales de inflación con los socios comerciales, el grado de integración de los mercados financieros domésticos con los mercados financieros internacionales, los controles de capital, las políticas

macroeconómicas que afectan las variables económicas fundamentales, la calidad y educación del recurso humano, la estabilidad política, la ubicación geográfica y los incentivos, entre las más importantes variables.

La existencia del déficit en cuenta corriente y el crecimiento de las importaciones a un ritmo mayor que el ritmo de crecimiento de las exportaciones revela la preferencia o confianza de los inversionistas internacionales en los pronósticos de ingreso potencial, en el desarrollo del mercado financiero nacional y en los indicadores de solvencia externa de Costa Rica.

Eso ha permitido que aumente la relación importaciones totales a producto interno bruto (M/PIB) de 34.9 por ciento en 1995 a 44.3 por ciento en 1998, para bajar luego a 40.1 por ciento en 2001; también ha permitido que aumente la relación importaciones de capital a importaciones totales (M^k/M) de 17.8 por ciento en 1995 a 19.2 por ciento en 1998, aunque haya bajado a 15.6 por ciento en 2001; y finalmente, ha permitido que aumente la relación importaciones de alta tecnología¹⁵ a importaciones de capital (M^t/M^k) de 8.1 por ciento en 1995 a 22.1 por ciento en 2001. Ceteris paribus, el financiamiento del déficit en cuenta corriente con la entrada de capital internacional, ha contribuido a mejorar los niveles de consumo presente de la sociedad costarricense y a mejorar la productividad de la estructura productiva, ya que podría haber aumentado la productividad media de la economía costarricense, gracias a la importación de bienes de capital y tecnologías de punta que mejoran sustancialmente la productividad media de la economía costarricense ϕ .¹⁶

¹⁵ Medida como las importaciones realizadas por las empresas ubicadas bajo el régimen de zonas francas.

¹⁶ Medida como el cociente del producto interno bruto a la existencia total de capital de la economía: $\phi = PIB/K$, o como el cociente del producto interno bruto a inversión neta: $\phi = PIB/IN$. Según este último coeficiente, la productividad media creció de 7.82 veces en 1995 hasta 9.03 veces en 2000 para decrecer luego a 7.17 veces en 2001 (véase Cuadro 3)

Cuadro 3
Costa Rica: Flujos Internacionales de Capital y Cuenta Corriente
-millones de dólares y porcentajes-

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Flujos Internacionales de Capital	543.8	151.0	697.6	371.1	1,115.0	536.5	736.2
Producto Interno Bruto (1)	11,722.4	11,843.2	12,829.0	14,095.9	15,796.6	15,956.9	16,381.9
Ahorro Neto (1)	1,076.8	776.5	978.5	1,366.0	960.8	1,049.9	1,151.4
Inversión Neta (1)	1,497.7	1,222.7	1,594.6	2,109.7	1,779.0	1,767.9	2,283.4
FIC/Ahorro Neto (%)	50.5	19.4	71.3	27.2	116.0	51.1	63.9
FIC/Inversión Neta (%)	36.3	12.3	43.7	17.6	62.7	30.3	32.2
(Ahorro Neto/Inversión Neta (%))	72.0	63.5	61.4	64.7	54.0	59.4	50.4
Cuenta Corriente	-357.4	-264.1	-480.9	-520.7	-681.1	-706.9	-736.7
Cuenta Corriente/PIB (%)	3.05	2.23	3.75	3.69	4.31	4.43	4.50
Cambio en RIN (2).	-186.4	84.9	-216.7	149.6	-480.1	152.2	-13.1
Promedio de los tipos de cambio (¢/\$)	179.63	207.71	232.60	257.19	285.68	308.19	328.87

Fuente: Banco Central de Costa Rica. (1) Cifras de Cuentas Nacionales en colones corrientes, convertidas a dólares usando un promedio anual de los tipos de cambio efectivos entre los ingresos y egresos corrientes de la balanza de pagos. (2) reducción +, aumento -.

La sostenibilidad del déficit en cuenta corriente depende de la productividad media de la economía. La productividad media de la economía aumenta al aumentar la importancia relativa de las importaciones de bienes de capital y al aumentar el coeficiente tecnológico de las importaciones de capital.¹⁷ Por otro lado la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente también depende del crecimiento real de la producción, del ahorro interno, de la confianza de los inversionistas internacionales para proveer ahorro externo, del nivel y calidad de la inversión interna¹⁸, de la composición de los flujos internacionales de capital, de los costos del endeudamiento externo y de las tasas de repatriación de dividendos.¹⁹ El manejo apropiado de estas variables le permite a Canadá y Australia mantener un déficit en su cuenta corriente por largo tiempo sin caer en una moratoria de pagos internacionales, situación que

le permite a esos países apoyar su crecimiento económico interno.

La persistencia del déficit en cuenta corriente en Costa Rica indica una marcada preferencia de los costarricenses por el consumo presente y requiere de un “préstamo” del resto del mundo a nuestro país. El aumento de la importancia relativa de las importaciones de bienes de capital y de las importaciones de alta tecnología, refleja otra preferencia social, la preferencia de dedicar parte del “préstamo” a fortalecer la capacidad productiva futura, fortaleciendo así la capacidad de honrar el servicio de la deuda y de seguir siendo un destino atractivo para los inversionistas internacionales.

¹⁷ Se refiere a importaciones de bienes de capital de punta o de alta tecnología que potencian el desarrollo del elemento humano costarricense, la educación y la actividad económica mediante una mejoría en la economía de la informática y de los servicios. Obviamente la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente es un fenómeno multifactorial, en el cual intervienen entre otros factores los siguientes: precios internacionales de productos importados y productos de exportación, tasas de interés, tasa de repatriación de utilidades, etc.

¹⁸ Bienes de capital importados y producidos internamente.

¹⁹ La relación algebraica y funcional de estas variables con respecto al comportamiento del déficit en cuenta corriente se sale de los alcances de este artículo.

Cuadro 4
Costa Rica: Composición de la Cuenta Corriente
-millones de dólares-

Cuenta de la	Balanza de Pagos	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Cuenta Corriente		-357.4	-264.1	-480.9	-520.7	-681.1	-706.9	-736.7
A. Bienes		-613.6	-569.3	-764.2	-713.1	307.8	-538.8	-1,547.2
Exportaciones FOB		3,475.9	3,758.4	4,205.5	5,525.6	6,662.4	5,849.7	5,021.4
Tradicional (1)		1,187.2	1,103.1	1,049.2	1,142.7	969.4	877.7	738.8
No Tradicionales (2)		2,288.7	2,655.3	3,156.3	4,382.9	5,693.0	4,972.0	4,282.6
Importaciones CIF		-4,089.5	-4,327.7	-4,969.7	-6,238.7	-6,354.6	-6,388.5	-6,568.6
Materias primas (3)		2,561.1	2,635.2	3,012.7	3,737.6	4,062.9	4,141.5	4,268.9
Bienes de Capital		728.2	709.6	878.6	1,199.8	1,148.6	1,079.5	1,026.0
Empresas de Zonas Francas		59.3	85.0	118.5	256.6	216.5	226.8	226.7
Otras empresas		668.9	624.6	760.1	943.2	932.1	852.7	799.3
Bienes de Consumo		800.2	982.9	1,078.4	1,301.3	1,143.1	1,167.5	1,273.7
B. Servicios		56.4	20.3	140.2	233.6	458.0	664.8	729.5
Transportes		-236.6	-250.8	-189.1	-213.6	-192.5	-159.0	-179.9
Viajes		358.3	374.0	394.3	504.6	651.2	817.1	808.9
Otros servicios		-65.4	-102.9	-65.1	-57.4	-0.7	6.7	100.5
C. Renta		-225.3	-184.6	-249.0	-468.5	-1,821.6	-1,252.4	-792.7
Remuneración de empleados		-0.1	1.9	5.5	-7.1	-14.8	-18.7	-19.2
Renta de la inversión		-225.2	-186.5	-254.5	-461.4	-1,806.9	-1,233.8	-773.5
D. Transferencias Corrientes		133.8	149.5	125.5	113.2	102.2	92.2	147.9
Gobierno General		34.8	45.7	37.5	39.8	54.1	49.0	41.5
Otros sectores		99.1	103.8	88.0	73.4	48.1	43.2	106.4

Fuente: Banco Central de Costa Rica, Dirección General de Aduanas y Promotora de Comercio Exterior.

Notas (1): Café, banano, carne y azúcar. (2): Agropecuarios y del Mar, Industriales, Perfeccionamiento Activo y Zonas Francas. (3): Materias primas, Lubricantes y combustibles y Materiales de construcción.

El aumento de la importancia relativa de la IED dentro del total de flujos de capital reduce la volatilidad de los flujos y crea más confianza para los inversionistas internacionales. Sin embargo, también da lugar a una mayor carga financiera en el corto plazo por la repatriación de utilidades. Después del establecimiento de la empresa INTEL y otras empresas importantes se produjeron niveles de Renta de la inversión del orden de los 1,806.9 millones de dólares en 1999 y de 1,233.8 millones de dólares en 2000 (véase Cuadro 4).

El marcado crecimiento de las exportaciones no tradicionales²⁰ se ha convertido en el motor del crecimiento de la economía.²¹ Las exportaciones

no tradicionales pasaron de 65.8 por ciento en 1995 a 85.3 por ciento en 2001 (véase Cuadro 4). A pesar de ello, las exportaciones no tradicionales tienen aún la tarea de mostrar empíricamente que han generado encadenamientos importantes entre las empresas de parques industriales y empresas locales.²²

procedimientos eficaces para conectar los mercados internacionales con la estructura productiva interna.

²² En un estudio particular, Monge González (2000) encontró que no se mostraban estos encadenamientos entre las empresas instaladas en el Parque Industrial Zona Franca de Cartago y las empresas locales ubicadas fuera de ese Parque. Altenburg, Tilman *et.al* habían encontrado en 1990 que para Costa Rica, la agroindustria era el sector que más encadenamientos internos generaba durante la década de los ochenta.

²⁰ Agropecuarios del mar, industriales y bienes producidos bajo los regímenes de perfeccionamiento activo y zonas francas.

²¹ Porque se basan en mayores niveles de inversión tecnológica, en modernas estrategias de mercadeo y en

V. Conclusiones y recomendaciones.

Las conclusiones se extraen a partir de los enfoques e información presentados en este documento y se utilizan de base para proponer recomendaciones de política de manejo de los flujos internacionales de capital privado, con el fin de promover un mayor nivel de vida de la sociedad costarricense en un contexto de estabilidad interna y mercados financieros internacionales altamente dinámicos.

Durante el período de estudio los flujos internacionales de capital privado han tenido un efecto positivo sobre las variables reales de la economía: medidos en dólares, tanto el producto interno bruto como el ingreso nacional disponible per cápita crecieron sustancialmente. El primero creció de 11,722.6 millones en 1995 a 16,382.0 millones en 2002 y el segundo de 3,319.4 dólares anuales en 1995 a 3,903.9 dólares por año en 2001.²³

También han permitido mantener y financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual le ha permitido al país vivir por encima de sus posibilidades actuales y fortalecer el ahorro interno con niveles superiores al 50 por ciento como se mostró en el Cuadro 3. Este aporte también le ha permitido al país aumentar la productividad media de la economía gracias a una mayor importación de bienes de capital, de importaciones de alta tecnología e importaciones de tecnologías de punta. La importancia de las importaciones de alta tecnología dentro de la categoría de importaciones de bienes de capital creció de 8.1 por ciento en 1995 a 21.9 por ciento en 2001 de un total de importaciones totales que ronda el 40 por ciento del PIB.

Los flujos internacionales de capital privado hacia Costa Rica han tenido un efecto positivo sobre la productividad media de la economía en el periodo 1995 a 2001, porque mientras la razón PIB/IN se ha mantenido relativamente estable (véase nota al

pie 17) conforme permanece estable la razón FIC/IN, la relación (ahorro neto)/IN se ha reducido de 72 a 50.4 por ciento (véase Cuadro 3).

La composición de los flujos internacionales de capital de Costa Rica, con una importancia relativa de la IED de alrededor del 60 por ciento del total, favorece la estabilidad de la economía porque la volatilidad de ese tipo de flujos internacionales es menor que la volatilidad de las Inversiones de cartera y de las Otras inversiones.

La apertura de la economía costarricense al mercado internacional de capitales no garantiza la asignación óptima de los recursos, no garantiza que la entrada de capitales esté acorde con la capacidad real de la economía de crecimiento a largo plazo.

Un flujo excesivo de capitales internacionales hacia Costa Rica podría generar embotellamientos momentáneos, capaces de dañar la estructura económica, tal como ha ocurrido con la enfermedad holandesa (*dutch disease*). Investigadores en un reciente estudio de las Naciones Unidas han obtenido conclusiones similares. Por esa razón, para ellos la estabilidad financiera internacional debe considerarse como un bien público y no puede alcanzarse con solo el concurso del libre mercado (Kaul, *et.al.*, 1999).

Aunque una crisis financiera externa en Costa Rica no pone en peligro la estabilidad de sistema financiero internacional, si constituye una reducción del bienestar de la sociedad costarricense y un deterioro potencial de nuestras instituciones. Los cálculos y estimaciones de la paridad no cubierta de tasas de interés, para ser usados como indicador temprano de problemas financieros, podrían indicar la necesidad de implementar medidas de regulación de los flujos internacionales de capital.

²³ Cifras del Banco Central de Costa Rica.

Bibliografía

- Altenburg, Tilman, Wolfgang Hein y Jurgen Weller. 1990. *El desafío económico de Costa Rica: desarrollo agroindustrial autocentrado como alternativa*. Maestría en Política Económica de la Universidad Nacional, Costa Rica e Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Berlín.
- Chen, Zhaohui y Moshin S. Khan. 1997. *Patterns of capital flows to emerging markets: a theoretical perspective*. International Monetary Fund. WP/97/13.
- Chan-Lau, Jorge y Zhahui Chen. 1998. *Financial crisis and credit crunch as a result of inefficient financial intermediation with reference to the Asian financial crisis*. International Monetary Fund. WP/98/127.
- Ministerio de Comercio Exterior. 1998. *Estrategia Nacional de Atracción de Inversiones*. San José, Costa Rica.
- Fernández-Arias, Eduardo y Peter J. Montiel. 1995. *The surge in capital inflows to developing countries: prospects and policy response*. World Bank. WB/WP/1473.
- Flood, Robert P. y Nancy P. Marion. 1998a. *Perspectives on the recent currency crisis literature*. International Monetary Fund. WP/98/130. Washington D.C.
- Flood, Robert P. y Nancy P. Marion. 1998b. *Self-fulfilling risk predictions: an application to speculative attacks*. International Monetary Fund. WP/98/124. Washington D.C.
- Flood, Robert P. y Nancy P. Marion. 1996. *Policy implications of "second-generation" crisis models*. International Monetary Fund. WP/97/16. Washington D.C.
- Fondo Monetario Internacional. Mayo de 2001. *Perspectivas de la Economía Mundial*. Washington, DC. pag. 34 a 35.
- Fondo Monetario Internacional. Mayo de 2000. *Perspectivas de la Economía Mundial*. Washington, DC. pag. 51 y 76.
- Ghosh, Atish R. y otros. 1998. *Currency boards- The ultimate fix?* International Monetary Fund. WP/98/08.
- Graciela Kaminsky y otros. 1997. *Leading indicators of currency crises*. International Monetary Fund. WP/97/79.
- Goldfajn, Ilan y Poonam Gupta. 1999. *Does monetary policy stabilize the exchange rate following a currency crisis?* International Monetary Fund. WP/99/42.
- Goldfajn, Ilan y Taimur Baig. 1998. *Monetary policy in the aftermath of currency crises: the case of Asia*. International Monetary Fund. WP/98/170.
- Goldfajn, Ilan y Rodrigo O. Valdes. 1997. *Capital flows and the twin crises: the role of liquidity*. International Monetary Fund. WP/97/87.
- Hakkio, C.S. y M. Rush. 1989. "Market efficiency and cointegration: an application to the sterling and deutschemark exchange rates" *Journal of International Money and Finance*. 8, 75-88.
- IMF. 1999. *Annual Report of the Executive Board for the Financial Year ended April 30, 1998*. Washington, D.C.
- Johnston, R Barry y Natalia Tamirisa. 1998. *Why do countries use capital controls?* International Monetary Fund. WP/98/181.
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo y Carmen M. Reinhart. 1997. *Leading indicators of currency crises*. International Monetary Fund. WP/97/79.
- Kaul Inge, Isabelle Grunberg y Marc Stern. 1999. *Global Public Goods. Cooperation in the 21st century*. Oxford University Press. Oxford.
- Knight, Malcom y Fabio Scacciavillani. 1998. *Current accounts: what is their*
-

- relevance for economic policymaking? International Monetary Fund. WP/98/71.
- Krugman; Paul R. 1979. "A model of balance of payment crises" en *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (August): 311-25.
- Lopez-Mejia, Alejandro. 1999. *Large capital flows: a survey of the causes, consequences, and policy responses*. International Monetary Fund. WP/99/17.
- Mc Callum, B. 1994. "Reconstruction of the uncovered interest parity relationship" *Journal of Monetary Economics*. 33, 105-32.
- Monge González, Ricardo. 2000. *Parque Industrial Zona Franca de Cartago*. Coalición de Iniciativas para el Desarrollo. San José, Costa Rica.
- Montiel, Peter J. 1993. *Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical estimates*. World Bank. WB/WP/1103.
- Montiel, Peter J. 1998. *The Capital Inflow Problem*. World Bank. EDI Working Papers.
- Radelet and Sachs. 1999. *What have we learned, so far, from the Asian financial crisis?* HIID, Harvard University.
- Sachs, Jeffrey. 1982. "The current account in the macroeconomic adjustment process" *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 84: 147-159.
- Soros, George. 1998. *The Crisis of Global Capitalism: open society endangered*. Public Affairs. New York.
- Tanner, Evan. 1998. *Deviations from uncovered interest parity: a global guide to where the action is*. International Monetary Fund. WP/98/117.
-