

Recuadro 3

UNA NUEVA ESTIMACIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE SOSTENIBLE EN COLOMBIA

Jhon Edward torres
Juan Pablo Cote*

En este recuadro se presentan los resultados del cálculo de un nivel sostenible de la cuenta corriente la cuenta corriente realizado por Cote y Torres (2017). Dicho nivel sostenible fue derivado por medio de la estimación de una relación de largo plazo entre la cuenta corriente y un grupo de determinantes comúnmente utilizados en la literatura relacionada (véase, por ejemplo, Gossé y Serranito, 2014). Los determinantes considerados son los activos externos netos como porcentaje del producto interno bruto (AEN/PIB), el balance petrolero¹ como porcentaje del PIB (BPET/PIB), la deuda pública como porcentaje del PIB (Deuda/PIB), el crédito al sector privado como porcentaje del PIB (Crédito/PIB), el diferencial de tasas de interés con respecto a los Estados Unidos (DIF)², la razón de dependencia poblacional (Reldep) y el PIB per cápita relativo al de los Estados Unidos (Lpibpcap).

Para el cálculo de la cuenta corriente sostenible se realiza la estimación de la siguiente relación de las variables en niveles:

$$cc_{it} = \alpha_i + x'_{it} \beta + u_{it} \quad \forall i=1, \dots, 21 \quad \forall t=1980, \dots, 2015$$

donde cc_{it} es la cuenta corriente del país i ³ en el momento t , y x'_{it} es el conjunto de fundamentales incluidos en la estimación. Antes de la estimación se realizaron pruebas de raíz unitaria y cointegración para las variables consideradas (no reportadas aquí). En general, las pruebas de raíz unitaria muestran evidencia de no estacionariedad de las variables en niveles y la prueba de cointegración de Kao rechaza la hipótesis nula de no cointegración. Dados estos resultados la estimación de la relación antes planteada se realizó por me-

dio de metodologías econométricas⁴ que permiten obtener la estimación del vector cointegrante.

Los resultados de las estimaciones se muestran en el Cuadro R3.1⁵. La estimación con la metodología DOLS no arroja relaciones significativas entre la mayoría de los fundamentales incluidos y la cuenta corriente. Las estimaciones con FMOLS y ARDL resultan, en general, en coeficientes con signos esperados y las magnitudes de los mismos entre estas estimaciones son bastante cercanas. Sin embargo, dado que el principal interés en la realización de esta estimación es obtener una norma de la cuenta corriente, optamos por tomar el vector cointegrante que resulta de la estimación con FMOLS, en la medida en que estos resultados parecen más plausibles. En particular, con la estimación FMOLS la cuenta corriente observada oscila alrededor del nivel sostenible estimado, mientras que ello no sucede en el caso de la estimación con ARDL.

La estimación seleccionada muestra una asociación positiva entre la cuenta corriente y el balance petrolero, indicando que los países exportadores netos deberían tener menores déficits en la cuenta corriente o superávits mayores en caso de que el balance de la cuenta corriente sea positivo. La relación con la deuda pública no resulta significativa, mientras que en el caso del crédito al sector privado el signo de la misma es negativo. Esto último se relaciona con el hecho de que una mayor proporción de crédito en relación con el PIB se asocia a un mayor grado de profundización financiera y, con ello, a una mayor entrada de capitales, lo que sería consistente con un mayor déficit en la cuenta corriente. El signo negativo de la variable de dependencia poblacional es el esperado, dado que una mayor proporción de población dependiente lleva a una menor capacidad de ahorro en la economía, con lo que se tendería a observar un desbalance en la cuenta corriente menos positivo o negativo. El signo negativo del producto per cápita relativo se relaciona con el hecho de que esta variable se incluye como *proxy* de productividad, y un aumento suyo se asocia con mayores retornos del capital, mayor inversión y un menor balance de la cuenta corriente. Por último, se encuentra que el signo de los activos externos netos (rezagados un período) es positivo,

* Los autores son, en su orden, profesional especializado y profesional del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones expresadas son exclusivas de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Entendido como la diferencia entre la producción y el consumo de petróleo en cada país.

2 Definido como $i_j - i_{USA}$ para el país j .

3 Los países de América Latina y el Caribe incluidos en la estimación son: Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Granada, Guatemala, Guayana, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Trinidad y Tobago y Uruguay.

4 Fully Modified Ordinary Least Squares (FMOLS), Dynamic Ordinary Least Squares (DOLS) y Autorregresivo Distributed Lag (ARDL) en sus versiones panel.

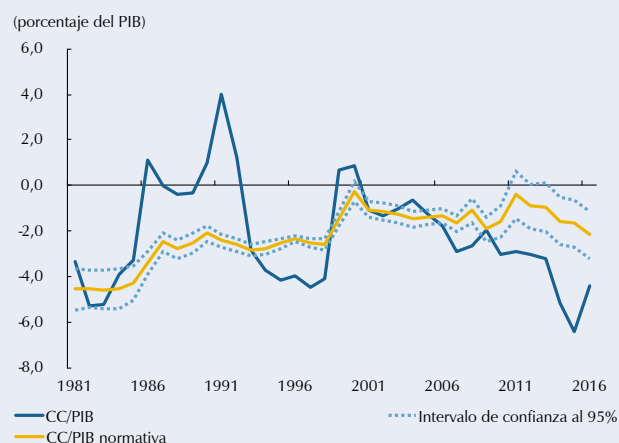
5 En el Cuadro R3.1 se presentan los resultados de las estimaciones de las versiones pooled de los estimadores. Las estimaciones con coeficientes heterogéneos no muestran resultados significativos o no resultaron en normas de la cuenta corriente acordes con el contexto económico histórico colombiano.

y estaría capturando el hecho de que economías que mantienen déficits de forma persistente se verán enfrentadas a mayores flujos de egresos externos netos, especialmente por pago de intereses sobre sus pasivos.

La cuenta corriente normativa o sostenible estimada con la metodología elegida se presenta en el Gráfico R3.1. Esta señala un nivel de la cuenta corriente sostenible de alrededor de -2% del PIB para 2016, año en el cual finaliza el ejercicio, y cuando el déficit observado fue de 4,4% del PIB. Cabe señalar que, considerando los intervalos de confianza para los niveles sostenibles estimados de la cuenta corriente, incluso un déficit de 3% del PIB era sostenible en dicho año. Además, el nivel normativo obtenido implica que los déficits observados durante la crisis de finales de los años noventa y entre 2010 y 2016 estuvieron significativamente alejados del nivel sostenible.

Estos resultados indican que, entre 2010 y 2016, una de las fuentes de desbalance macroeconómico fue el déficit de la cuenta corriente, como se ha señalado en los anteriores *Informes sobre Inflación*. La tendencia reciente de este déficit sugeriría la continuidad de su cierre durante 2017 y, en consecuencia, su acercamiento a los niveles sostenibles estimados bajo la metodología aquí presentada.

Gráfico R3.1
CC y CC normativa como porcentaje del PIB



Fuente: cálculos de los autores.

Referencias

Cote, J.; Torres, J. (2017). "Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico", *mimeo*, Banco de la República.

Gossé, J.; Serranito, F. (2014). "Long-Run Determinants of Current Account in OECD Countries: Lessons for Intra-European Imbalances", *Economic Modelling*, núm. 38, pp. 451-462.

Cuadro R3.1
Estimación de la relación de largo plazo (equilibrio externo)

Variable dependiente: CC/PIB			
	DOLS (p)	FMOLS (p)	ARDL(4,3)
BPET/PIB	0.826*** (0.151)	0.493*** (0.088)	0.611*** (0.058)
Deuda/PIB	-0.016 (0.010)	-0.007 (0.008)	-0.029*** (0.007)
Crédito/PIB	0.011 (0.024)	-0.054*** (0.015)	-0.005 (0.015)
DIF	-0.004 (0.004)	0.004 (0.002)	-0.054*** (0.020)
Reldep	0.027 (0.043)	-0.075** (0.031)	-0.085*** (0.027)
Lpibpcap	-0.201 (2.531)	-3.047* (1.835)	-1.614 (1.671)
AEN/PIB[-1]	0.026* (0.015)	0.019** (0.009)	-0.028*** (0.010)
Observaciones	672	735	714
Número de países	21	21	21

Nota: la variable dependiente en el caso del modelo ARDL(4,3) es $\Delta CC/PIB$. Significativo al * 90%, ** 95%, y ***99%. Errores estándar en paréntesis.
Fuente: cálculos de los autores.