



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *Las recientes cifras de Balanza de Pagos siguen evidenciando un ajuste importante del déficit de cuenta corriente de la economía. Como porcentaje del PIB, el desbalance externo descendió hasta 3%, niveles mínimos no observados desde 2017. La entrada neta de capitales en cuenta financiera, incluyendo activos de reserva, permaneció estable y superó el egreso neto corriente de USD.*
- *La corrección del déficit externo viene sustentada por un desplome de la demanda interna que ha compensado más que proporcionalmente el ritmo de desaceleración económica externa. Un ajuste de esta naturaleza oculta unos menores ingresos corrientes en USD derivados de exportaciones, e implica además un menor atractivo para la inversión extranjera hacia el país.*
- *El significativo incremento de la Inversión Extranjera Directa (IED) hacia el país obedece a factores puntuales como la entrada inusual de USD para pago de impuestos este año, especialmente en el sector minero-energético. Controlando por lo anterior, existe evidencia que la dinámica estructural de la IED se está moderando, en línea con la actual fase de desaceleración económica.*
- *La reciente evidencia en otros países de LATAM sugiere más costos que beneficios de anticipar la flexibilización monetaria, incluso cuando el déficit externo y la brecha inflacionaria se estén cerrando. Según nuestros cálculos, la depreciación de las monedas frente al USD, en países donde las tasas de política ya han descendido, ha sido casi 5 veces más alta frente al resto y sus efectos lucen permanentes.*
- *En este entorno, BanRep tendrá que seguir hilando muy fino en términos de garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta. Es cierto que el ajuste del déficit externo otorga espacio para algún tipo de flexibilización monetaria en el futuro cercano, pero aflojar la postura actual antes de tiempo podría tener efectos más contraproducentes que positivos sobre la economía.*

[investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co](mailto:investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co)

Fabio D. Nieto  
Economista jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

Camila Martínez K.  
Profesional Universitario  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

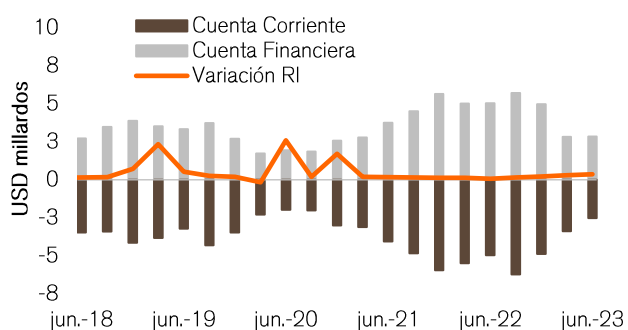


## Temprano para cantar victoria

La semana pasada se conocieron las cifras de Balanza de Pagos en 2T23, cuyos resultados fueron positivos en el balance. El ajuste del déficit de Cuenta Corriente (CC), que inició desde finales de 2022, continuó durante el último trimestre y sigue reduciendo presiones cambiarias asociadas al egreso neto de USD en la economía. Asimismo, las entradas netas de capital en la Cuenta Financiera (CF) se mantuvieron estables y superaron el egreso neto de CC.

No obstante, existen algunos elementos importantes a destacar que no permiten cantar victoria todavía. Por un lado, el menor déficit de CC viene sustentado en gran medida por un ajuste muy fuerte de la demanda interna, el cual está excediendo la desaceleración económica externa (ver “Riesgos de estancamiento” en [CE – Agosto 22 de 2023](#)).

Gráfico 1. Balanza de Pagos en los últimos 5 años



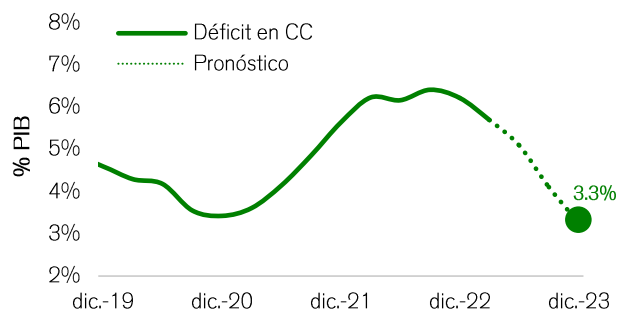
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El primer problema con un ajuste de esta naturaleza en la CC es que oculta unos menores ingresos corrientes en USD derivados de una menor dinámica del crecimiento externo. Esto, *per se*, no es una noticia del todo alentadora, pues significa que el ajuste del déficit de CC podría ser mayor (y más sano) en la medida que las ventas externas se mantuvieran al menos estables. En otras palabras, resalta la necesidad de seguir diversificando nuestra cesta exportadora, más allá del carácter exógeno del ciclo económico externo.

Un segundo problema subyace en una potencial pérdida de atractivo para la inversión extranjera hacia Colombia. Esto puede generar a futuro riesgos indeseados de

menores entradas (o incluso reversión) de flujos de capitales extranjeros, creando por esta vía presiones sobre la tasa de cambio y la inflación. De hecho, los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia Colombia acumulan salidas de USD 2,072 millones en lo corrido de 2023, a pesar del ajuste de las cuentas externas (ver “Buscando el equilibrio” en [IMC – Agosto de 2023](#)).

Gráfico 2. Trayectoria estimada del desbalance externo\*



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Serie suavizada con una suma acumulada de cuatro trimestres.

Adicionalmente, buena parte del aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED) hacia el país en lo corrido de 2023 obedece a factores coyunturales que: i) van más allá de efectos estacionales de la temporada; y ii) ocultan la dinámica estructural de la IED. En este sentido, y teniendo en cuenta que la IED es la principal fuente de financiamiento del déficit externo, este “buen resultado” del último trimestre oculta ciertos riesgos que no pueden pasar desapercibidos, además de que se presta para una lectura inadecuada de las cifras.

En este entorno, BanRep tendrá que seguir hilando muy fino el camino del ajuste, casi con tacto quirúrgico. Es cierto que el ajuste del déficit externo podría permitir algún tipo de flexibilización monetaria en el futuro cercano, sobre todo si se tiene en cuenta que está ligado a un fuerte desplome de la demanda interna. Sin embargo, aflojar su postura antes de tiempo podría tener efectos más contraproducentes que positivos sobre la economía y los propios objetivos de política monetaria del emisor.

### Resultados de la Balanza de Pagos

El déficit de CC en 2T23 se situó USD 2,524 millones, el más bajo registrado desde 3T20 (Gráfico 1). Frente a los registros de 1T23, lo anterior equivale a una reducción de



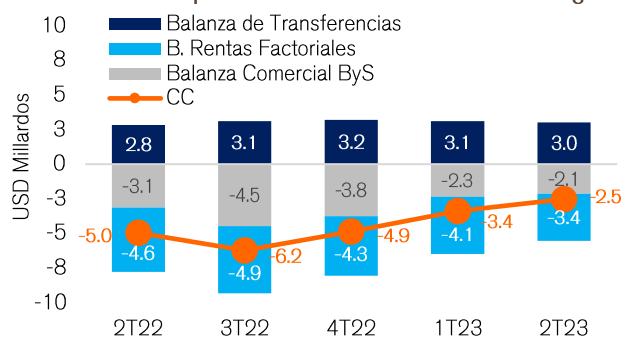
USD 861 millones del desbalance corriente. Como porcentaje del PIB, el déficit de CC se redujo hasta 3%, desde 4.2% en 1T23, lo que corresponde a su nivel más bajo desde finales de 2017.

En tendencia central<sup>1</sup>, el déficit de CC se sitúa en 5.1% del PIB y la probabilidad de alcanzar niveles inferiores al 4% para al año completo en curso es alta. De hecho, en nuestro escenario base esperamos que el déficit de CC se ubique en 3.3% del PIB en todo 2023, muy por debajo del 6.2% de 2022 y de sus niveles pre-pandemia que excedían el 4% del PIB (Gráfico 2).

Por componentes de la CC, el déficit de rentas factoriales sigue siendo el más amplio con USD 3,402 millones, pero se redujo USD 731 millones en comparación a 1T23 (Gráfico 3).

Lo anterior se sustenta por unas menores utilidades de las empresas extranjeras con IED en Colombia, lo que implica un consecuente menor giro de dividendos hacia sus respectivas casas matrices en el exterior (egreso corriente de USD). En el agregado, este ajuste en el déficit de rentas factoriales explica un 85% del ajuste total de la CC en el último trimestre.

Gráfico 3. Composición de la CC en Balanza de Pagos



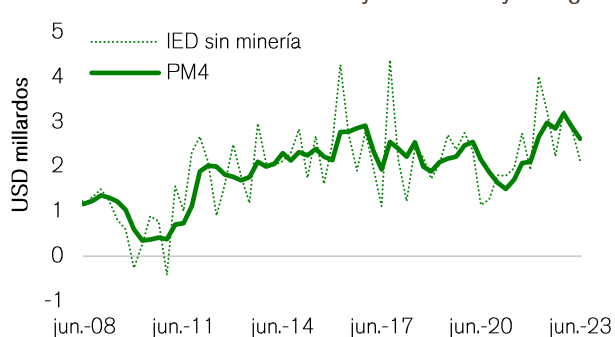
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El déficit de la balanza comercial de bienes y servicios fue de USD 2,141 millones, apenas USD 209 millones menos que el registro de 1T23. Esto ha sido resultado de una dinámica de las importaciones que viene cayendo a un ritmo superior al de las exportaciones (ver “¿De cisne a pato?” en [IMCE – Agosto de 2023](#)), en un entorno de

desaceleración económica local y externa. En efecto, las importaciones de bienes y servicios se redujeron USD 817 millones frente a 1T23, un declive superior a los USD 607 millones de las exportaciones.

La balanza de transferencias corrientes sigue siendo superavitaria y en 2T23 fue de USD 3,018 millones, relativamente estable frente a sus registros de trimestres anteriores. El grueso de este superávit sigue explicado en su amplia mayoría por el ingreso de remesas de trabajadores, que en el último trimestre sumaron USD 2,297 millones.

Gráfico 4. Evolución IED excluyendo minas y energía



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, las entradas netas de capital en CF, incluyendo activos de reserva, fueron de USD 2,846 millones, estables frente al registro de 1T23. Como proporción del PIB, las entradas de CF representaron un 3.3%, superando el egreso de CC de 3% del PIB.

Lo anterior se explica, principalmente, por ingresos netos de capital extranjero de USD 4,219 millones, salidas de capital colombiano por USD 1,764 millones, y pagos de extranjeros a residentes por ganancias en operaciones de derivados financieros por USD 756 millones. Los restantes USD 365 millones corresponden al aumento de reservas internacionales por concepto de transacciones de Balanza de Pagos.

La IED hacia el país fue de USD 5,278 millones en 2T23, superando en USD 996 millones la entrada de 1T23. La IED sigue siendo el grueso de los ingresos por capital

<sup>1</sup> Acumulado de cuatro trimestres en el déficit de cuenta corriente y PIB nominal en USD.



extranjero hacia el país, así como la principal fuente de financiamiento del déficit de CC.

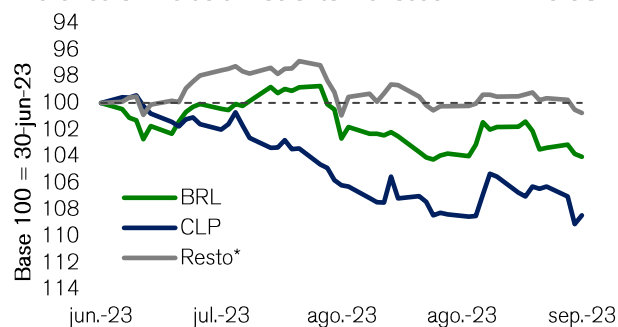
Sin embargo, este resultado oculta el efecto de una mayor entrada de USD para pago de impuestos de empresas extranjeras en el país, especialmente en el sector de minas y energía. Vale la pena recordar que, sobre este sector, la reforma tributaria de 2023 impuso sobretasas para el pago de impuesto de renta, eliminación de la deducibilidad de regalías, entre otros.

En efecto, la IED hacia el sector minero energético (incluyendo petróleo) fue de USD 3,147 millones en 2T23, la más alta desde 2T12. Excluyendo la IED hacia este sector para controlar esta distorsión, el ingreso de capitales por concepto de IED fue de apenas USD 2,131 millones, el más bajo desde finales de 2021 (Gráfico 4).

### Hilar con cuidado, el reto de BanRep

Como lo analizamos anteriormente, resulta absolutamente positivo que el déficit de CC continúe ajustándose en el corto plazo. En la medida que los desequilibrios de demanda se sigan cerrando, el proceso desinflationario se acelerará en la economía y abrirá espacios para futuros recortes de tasas de interés del BanRep.

Gráfico 5. Evolución reciente monedas LATAM vs USD



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio en la tasa de cambio nominal de México, Colombia y Perú.

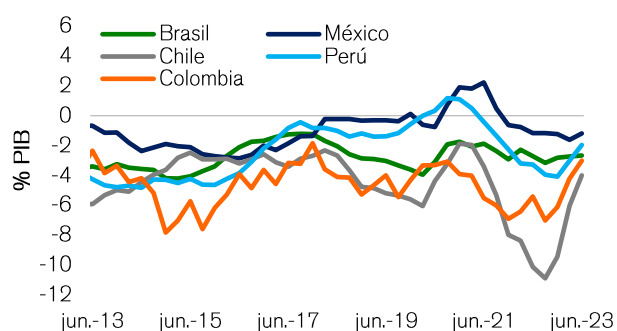
Este es justamente el llamado que varios sectores, incluido el Gobierno Nacional, le han hecho a BanRep para que comience muy pronto a flexibilizar su postura monetaria. El costo de este freno ya se siente en variables de demanda como la inversión fija, la cual registró una fuerte contracción de 7.8% en 2T23.

Sin embargo, la situación para BanRep no es tan sencilla. Si bien es un hecho el freno en la actividad, existen riesgos en otros frentes que el emisor no puede obviar y que siguen teniendo una ponderación alta en su función de reacción.

El primero de ellos, naturalmente, es la inflación, que todavía está muy por encima de la meta de 3% del BanRep (11.7% al corte de julio), así como sus expectativas a horizontes de 1 año (por encima del 6%).

Iniciar recortes de tasas de interés en el estado actual, con una evidente y amplia brecha positiva de precios, podría desviar el actual proceso desinflationario y hacer más lenta la convergencia hacia la meta de 3% en el futuro. En otras palabras, se lastraría los avances que se han conseguido hasta la fecha en este frente, donde claramente estamos rezagados frente a otros países pares cuya inflación ya está muy cerca de las metas de política.

Gráfico 6. Evolución del déficit de CC en países LATAM



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La reciente evidencia empírica en la región demuestra que anticipar la flexibilización monetaria, aún con una inflación que ha descendido rápidamente y les ha otorgado margen de maniobra a los Bancos Centrales (BC), produce una depreciación indeseada en sus monedas frente al USD.

Un caso interesante es el de los Bancos Centrales (BC) de Chile y Brasil, donde las tasas de política han descendido a la fecha 175 y 50 pbs, respectivamente, desde el pasado mes de julio. Durante el mismo periodo de tiempo, el peso chileno (CLP) y el real brasileño (BRL) se han depreciado 8.4% y 4.1%, en ese mismo orden, muy por encima de la depreciación promedio de 0.7% que han



registrado otras monedas de la región, donde sus BC no han recortado las tasas de interés (Gráfico 5).

En otros países de LATAM, como Uruguay y Costa Rica, los BC también recortaron los tipos de interés en los últimos meses. En ambos casos, tanto el peso uruguayo (UYU) como el colón costarricense (CRC) se depreciaron frente al USD cerca de un 3%, en promedio. Al igual que lo observado en el CLP y el BRL, la depreciación de estas monedas ha sido relativamente más alta frente al resto, con efectos que lucen permanentes.

En segundo lugar, y por si acaso lo anterior no fuese lo suficientemente claro y contundente, el déficit de CC en Colombia todavía es uno de los más altos de LATAM y de países pares con calificación BB+. De hecho, dentro del grupo de economías grandes de LATAM, el déficit de CC de Chile es el único que supera el desbalance externo de Colombia (Gráfico 6), donde justamente el CLP ha sido la moneda más castigada por la flexibilización monetaria.

En el balance, y teniendo en cuenta todo lo anterior, son más los riesgos que implicaría recortar prematuramente los tipos de interés frente a sus beneficios. BanRep ha sido a lo largo de su historia muy prudente en estas coyunturas, tomando siempre las mejores decisiones en procura de minimizar las fluctuaciones económicas y garantizar la estabilidad de precios. Confiamos que esta vez no será la excepción.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---