



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *El crecimiento del PIB durante 1T23 sorprendió positivamente las previsiones iniciales, dando cuenta de una resiliencia importante de la economía en un entorno difícil. La inflación se sigue desacelerando, en línea con nuestras expectativas, pero a un ritmo incluso superior al que esperábamos.*
- *Asimismo, el desbalance externo de la economía se ha cerrado rápidamente y en tendencia central está siendo financiado, casi en su totalidad, por una importante entrada de flujos de Inversión Extranjera Directa. Esta coyuntura, de manera estructural, le está liberando muchas presiones a la tasa de cambio más allá de las externas y algunas idiosincráticas locales.*
- *Seguimos esperando crecimientos bajos de la economía en los próximos trimestres, en línea con la actual fase de desaceleración de la actividad. Así, ratificamos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2023 en 1.1%.*
- *La inflación seguirá descendiendo en lo que resta de 2023. No obstante, riesgo de oferta hacia finales de 2023 y comienzos de 2024, así como fuerzas inerciales creadas por la indexación de algunos precios, nos hacen ratificar nuestro pronóstico de inflación para el cierre de año en 9.8%.*
- *Esperamos que el déficit de cuenta corriente se reduzca hasta 4.3% del PIB en 2023, un pronóstico inferior al 5.2% que teníamos anteriormente. En la tasa de cambio también hicimos revisiones a la baja, y ahora esperamos un promedio-año de 4500 pesos y un cierre de año en 4100.*
- *Bajo este contexto, creemos que BanRep dejará estable la tasa de referencia en 13.25% a partir de su reunión de junio hasta 1T24. Esto implica un cierre de 2023 inferior en 25 pbs al nivel de tasa terminal que anticipábamos previamente en este ciclo de política monetaria.*

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

**Natalia Ossa M.**

P.S. – Macroeconomía

[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

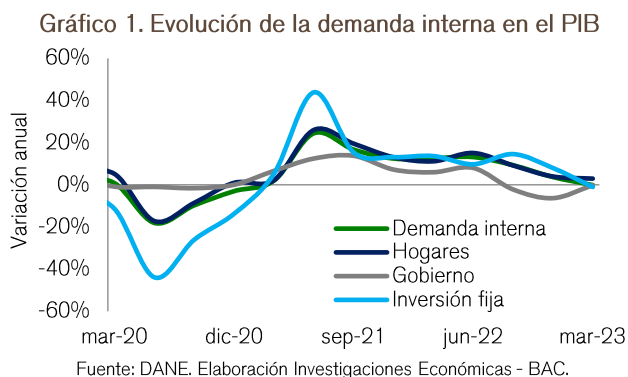
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)



## Actualización de proyecciones

El crecimiento del PIB durante 1T23 sorprendió positivamente las previsiones iniciales, dando cuenta de una resiliencia importante de la economía en un entorno difícil. La inflación se viene desacelerando, en línea con nuestras expectativas, pero a un ritmo incluso superior al que esperábamos.

Asimismo, el desbalance externo de la economía se ha cerrado rápidamente y en tendencia central está siendo financiado, casi en su totalidad, por una importante entrada de flujos de Inversión Extranjera Directa (IED). Esta coyuntura, de manera estructural, le está liberando presiones a la tasa de cambio, que en jornadas recientes se ha acercado a los 4100 pesos.



A continuación, presentamos un pequeño resumen de algunas variables macroeconómicas y compartimos nuestras previsiones de cara al futuro cercano.

### Sorpresa positiva en el PIB

La variación anual del PIB en 1T23 fue de 3%, superior a la expectativa de 2.4% de la amplia mayoría de los analistas. No obstante, este resultado estuvo por debajo de nuestro pronóstico de 3.4%, confirmando la desaceleración que inició desde la segunda mitad de 2022 (ver “Comenzó el descenso, pero a paso lento” en [IMCE – Mayo de 2023](#)).

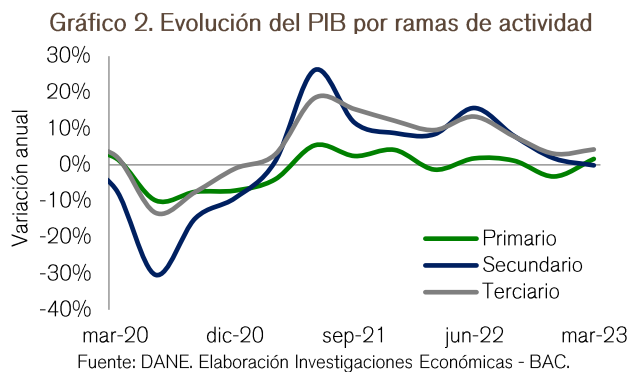
Por el lado de la **demanda**, el gasto de los hogares se desaceleró hasta 2.9%, su menor ritmo de expansión desde 1T21. El gasto en bienes durables y semi-durables ha sido el más afectado por el endurecimiento de la

política monetaria de BanRep, registrando caídas de 8.2% y 2%, respectivamente.

La inversión fija registró su primera contracción desde 4T20, con una tasa de variación de -1%. Lo anterior se explica principalmente por una caída en la inversión de maquinaria y equipo de 8%, muy ligada al consumo intermedio en sectores como la industria y la construcción. La inversión no residencial, por su parte, registró una caída de 0.4% (Gráfico 1).

El gasto público, tras registrar varias contracciones consecutivas, moderó su ritmo de caída hasta 0.2% y está dando señales de un cambio de tendencia. Lo anterior ha estado en línea con una mayor capacidad de gasto del Gobierno, ligada a la favorable dinámica del recaudo tributario, pero también a una previsible mayor ejecución de gasto de entidades territoriales atada al ciclo político.

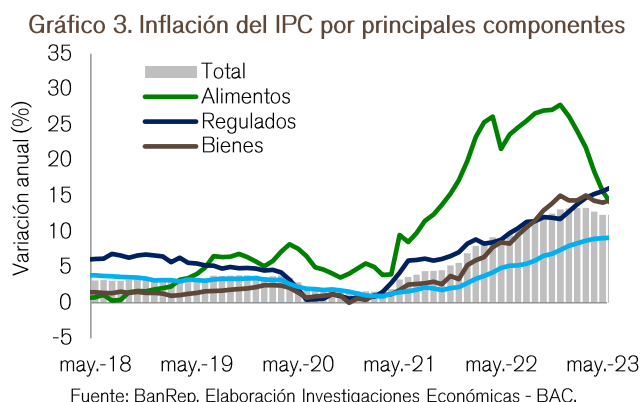
De esta forma, la demanda interna tuvo su primera caída en los últimos 9 trimestres y se contrajo 0.1%. Las exportaciones netas aportaron positivamente 2.5 p.p. a la variación total del PIB, debido a una caída significativa de 7.5% en las importaciones y un repunte de 5.1% de las exportaciones.



Por el lado de la **oferta**, el sector terciario continuó liderando la expansión de la economía y de hecho se aceleró frente a 4T22, con un crecimiento de 4.3% (Tabla 1). El subsector de arte, cultura, recreación y entretenimiento continúa con registrando tasas de crecimiento muy elevadas de 18.7% (Tabla 1), algo que está en línea con la buena dinámica que aún trae el gasto en servicios de los hogares.



Vale la pena resaltar el sobresaliente crecimiento de 22.8% del subsector financiero y de seguros, que también le aportó al PIB terciario. En gran medida, esto responde a una dinámica muy positiva del volumen de pólizas de seguros desde 2022, aunque también por una baja base de comparación de 1T22.



El sector primario continúa rezagado, pero se recuperó en el último trimestre y tuvo un crecimiento de 1.6% (Gráfico 2). Sus principales determinantes fueron: i) un mejor desempeño de las actividades extractivas de petróleo y carbón; ii) menores costos de producción; y iii) mejores condiciones climáticas, que han favorecido algunos cultivos y la oferta de productos agrícolas.

De esta forma, el PIB de minería registró una expansión de 3.6%, mientras que el PIB agropecuario creció 0.3%.

En este último sobresale el sector cafetero, cuya producción aumentó 6.7%.

El PIB secundario fue el más afectado y tuvo una contracción de 0.1%, en línea con un débil desempeño de la inversión fija y el consumo intermedio de la economía (Tabla 1). El subsector de construcción cayó 3.1%, afectado por una caída de 14.9% en obras civiles y una fuerte desaceleración en la actividad de edificaciones. Asimismo, las industrias manufactureras, que fueron el principal motor de este sector durante la mayor parte de 2022, mostraron un pobre crecimiento de apenas 0.7%.

Producto de todo lo anterior, seguimos esperando crecimientos bajos de la economía en los próximos trimestres, en línea con la actual fase de desaceleración de la actividad. Así, ratificamos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para todo 2023 en 1.1%.

### *A paso lento, las brechas siguen cediendo*

La inflación anual al consumidor volvió a desacelerarse en mayo y alcanzó un mínimo de 12.4%, niveles no vistos desde octubre de 2022. Buena parte de este descenso se explica por un muy favorable comportamiento de la inflación de alimentos, que ha descendido hasta niveles de 15.7% desde unos máximos de 27.8% que alcanzó en diciembre del año pasado (Gráfico 3).

**Tabla 2. Comportamiento sectorial y por ramas de actividad en el PIB de oferta (variaciones anuales)\***

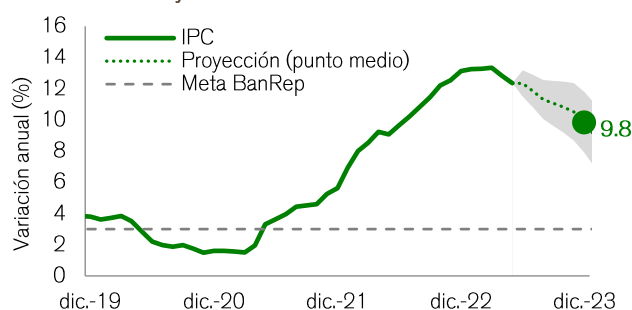
Sectores económicos	1T22	4T22	1T23	Participación (%)	Cambio en contribución (p.p.)
<b>Primario</b>	-1.3	-3.2	1.6	9.9	0.5
Agropecuario	-2.9	-3.9	0.3	5.9	0.2
Minería	1.2	-2.1	3.6	4.0	0.2
<b>Secundario</b>	8.4	1.8	-0.1	19.1	-0.4
Industrias manufactureras	10.4	3.1	0.7	11.8	-0.3
Electricidad, gas y agua	5.2	1.7	1.4	2.9	0.0
Construcción	5.8	-1.6	-3.1	4.4	-0.1
<b>Terciario</b>	9.6	3.1	4.3	61.4	0.7
Comercio, transporte, hotelería y restaurantes	14.7	0.7	0.5	17.5	0.0
Información y comunicaciones	21.2	4.8	3.2	3.2	-0.1
Financiero y seguros	-3.1	8.3	22.8	5.5	0.8
Inmobiliario	2.3	1.7	1.9	9.1	0.0
Profesionales, científicos y administrativos	9.8	3.2	2.3	6.9	-0.1
Educación, salud, SS y administración pública	4.3	-2.9	1.9	14.9	0.7
Arte, cultura, recreación y entretenimiento	41.7	42.1	18.7	4.5	-1.0
Valor agregado	7.9	1.7	2.9	90.2	1.0
Impuestos	11.5	6.0	4.4	9.8	-0.2
<b>PIB</b>	<b>8.2</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>	<b>100</b>	<b>0.9</b>



La inflación núcleo, que mide más apropiadamente la respuesta de los precios a factores de demanda, se ha estabilizado en los últimos meses y comenzó a responder a los aumentos de tasas de interés del BanRep. En efecto, la inflación sin alimentos ni regulados (SAR), nuestra medida preferida de inflación núcleo, completó en mayo tres meses consecutivos estable en 10.5%.

Según nuestras estimaciones, la inflación SAR alcanzaría un pico cercano al 10.8% entre junio-julio y comenzaría a descender lentamente durante la segunda mitad de 2023 hasta niveles de cierre cercanos al 10%. La desaceleración del gasto interno de la economía apoyará este proceso desinflacionario en el futuro cercano.

Gráfico 4. Trayectoria estimada de la inflación en 2023



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.  
\*Rango de pronóstico calculado con intervalo de confianza al 95%.

A pesar de lo anterior, el riesgo de un fenómeno de El Niño hacia finales de 2023 y comienzos de 2024, hace prever que esta corrección de los precios podría interrumpirse, una vez más, por factores de oferta. En consecuencia, las buenas noticias recientes podrían compensarse con una probable materialización de estos riesgos hacia finales de año.

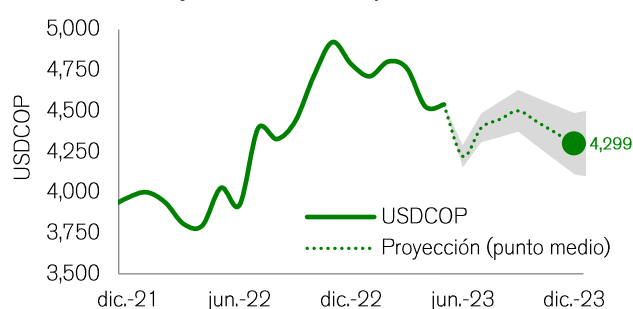
Por esta razón, sumado al lento proceso desinflacionario previsto para la inflación núcleo y las inercias creadas por la indexación de algunos precios, **mantenemos nuestro pronóstico de inflación para el cierre de 2023 en 9.8%** (Gráfico 4).

Además de lo anterior, el desbalance externo de la economía también se viene corrigiendo rápidamente, según lo muestran los datos de Balanza de Pagos de 1T23. Como proporción del PIB, el déficit de cuenta

corriente se redujo hasta 4.2%, lo que corresponde al egreso neto de USD más bajo desde 1T21.

En su totalidad, este ajuste responde al menor déficit comercial que se ha generado gracias a unas menores importaciones, en línea con el menor crecimiento de la demanda interna de la economía. Más aún, en tendencia central de 4 trimestre acumulados, la IED está cubriendo cerca de un 85% del déficit externo de la economía y se espera que hacia finales de este año logre financiar en su totalidad el egreso corriente de USD.

Gráfico 5. Trayectoria estimada para la TRM en 2023\*



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.  
\*Rango de pronóstico calculado con intervalo de confianza al 95%.

En efecto, **nuestros cálculos sugieren que el déficit de cuenta corriente en todo 2023 sería de 4.3% del PIB**, muy por debajo del 6.1% de 2022 e inferior a nuestro pronóstico preliminar de 5.2%. La IED como proporción del PIB se situaría en 4.5%, financiando más que proporcionalmente el déficit de cuenta corriente.

Todo lo anterior lo habíamos advertido en nuestro último informe cambiario, aunque las magnitudes del ajuste del desbalance externo han superado ampliamente nuestras expectativas (ver "Un ajuste de cuentas favorable" en [IMC – Mayo de 2023](#)).

En consecuencia, **revisamos nuevamente a la baja nuestras proyecciones de tasa de cambio en 2023 y ahora esperamos un promedio año de 4500 pesos y un cierre de 4300**, por debajo de los 4650 y 4400 previos, respectivamente (Gráfico 5).

### *Llegó el momento de la pausa*

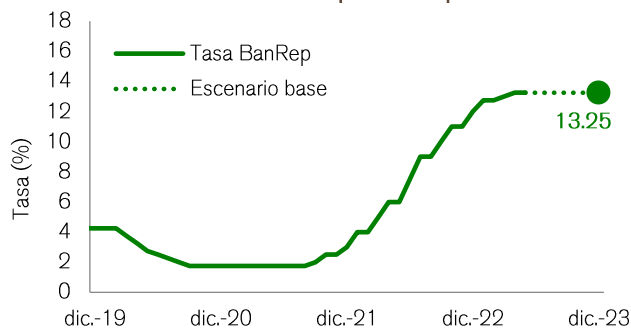
También es importante resaltar que los niveles actuales de la tasa de interés real de política monetaria son



altamente contractivos. Creemos que la actual postura de BanRep, con una tasa de referencia en 13.25%, es suficiente para seguir apoyando el proceso de ajuste de la inflación hacia la meta de 3% en el horizonte de política monetaria.

Por esta misma vía, el ajuste del desbalance de demanda en la economía continuará en el futuro cercano y seguirá apoyando el cierre del déficit de cuenta corriente. A su vez, en la medida que esto ocurra, las menores presiones sobre la tasa de cambio implican una menor transmisión de efectos nominales de la depreciación del peso sobre los precios. Es decir, un alivio adicional para la inflación.

Gráfico 5. Tasa de interés de política esperada en 2023



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

De esta manera, creemos que BanRep dejará estable la tasa de referencia en los niveles actuales de 13.25% a partir de su reunión de junio hasta 1T24 (Gráfico 5). Frente a nuestro escenario base anterior, esto significa que la tasa de interés de cierre de 2023 será 13.25% y no el 13.5% que anticipábamos previamente.



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.

---