



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *El crecimiento de la economía colombiana en 2022 tuvo otro año sobresaliente. La variación del PIB fue de 7.5%, muy por encima del crecimiento promedio-año de la última década. Frente al resto del mundo, el desempeño de la economía también fue destacable como una de las de mayor crecimiento global.*
- *Este resultado se explica por un impulso significativo que tuvo el gasto interno entre 2021-2022, creando un evidente exceso de demanda. Sin embargo, la información reciente está dando señales inequívocas de que este boom de gasto privado ya se habría agotado. Además de un contexto internacional de menor crecimiento, factores nominales-locales han sido el principal freno de la demanda interna.*
- *Las perspectivas en la capacidad de gasto agregado para 2023 no lucen muy favorables. Por un lado, tasas de interés elevadas implican un desestimulo para la demanda apalancada, y posiblemente estas permanezcan en terreno contractivo por un buen tiempo hasta que la inflación ceda. Además, la elevada inflación ha deteriorado el ingreso real disponible de hogares y empresas.*
- *Pero no todo son malas noticias. La probabilidad de una recesión global está descendiendo y la reapertura de China mantendría relativamente alta la demanda de materias primas. Esto apoyará las exportaciones y los términos de intercambio del país.*
- *Por el lado de la oferta existen oportunidades interesantes. Los sectores exportadores netos serán los más beneficiados por un menor riesgo de recesión global, al mismo tiempo que las mejoras en los márgenes de comercialización y la depreciación del tipo de cambio ayudarán a amortiguar eventuales choques externos.*
- *En nuestro escenario base, seguimos esperando una desaceleración del crecimiento económico hasta 1.1% en 2023. La economía rebotaría en 2024 hacia ritmos de expansión cercanos al 2%.*

investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Natalia Ossa M.
P.S. – Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

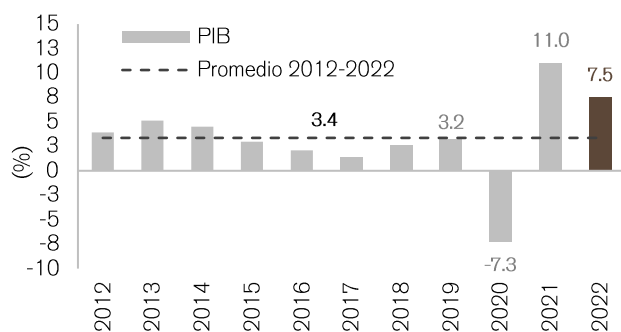


Impulso agotado

El crecimiento de la economía colombiana en 2022 tuvo otro año sobresaliente. En efecto, la variación del PIB fue de 7.5%, muy por encima del crecimiento promedio-año de 3.4% de la última década y del 3.2% de 2019, que era el ritmo de expansión registrado justo antes de la pandemia del COVID-19 (Gráfico 1).¹

Frente al resto del mundo, el desempeño de la economía también fue destacable como una de las de mayor crecimiento. De hecho, en el balance, la velocidad de expansión del PIB de Colombia fue casi el doble frente a la del PIB mundial. El crecimiento de las economías avanzadas habría sido de 2.7% el año pasado, según cifras preliminares del Fondo Monetario Internacional (FMI), mientras que el de las economías en vía de desarrollo se estima cerca del 3.9%.

Gráfico 1. Variación del PIB real en últimos 10 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Haciendo el comparativo con otras economías de la región, la conclusión es similar. El PIB de LATAM se habría expandido 3.9% en 2022, siendo Colombia la de mayor crecimiento dentro del conjunto de las 6 economías más grandes. En este grupo, Argentina fue la segunda economía que más creció el año pasado con una tasa de variación del PIB de 4.6%, es decir, casi 3 p.p. por debajo del ritmo de expansión de Colombia.

En su totalidad, este resultado se sustenta por un impulso significativo que tuvo la demanda interna entre 2021-

2022, sustentado en múltiples estímulos monetarios-fiscales adoptados durante la pandemia. La liberación de gasto represado tras la reapertura de la economía, así como unos muy favorables términos de intercambio, también explicaron parte de este *boom* de gasto privado.

Sin embargo, la información más reciente de actividad está dando señales inequívocas de que el impulso que generó este *boom* del gasto privado en la economía ya se habría agotado. Por un lado, el aumento en las tasas de interés de política monetaria está desestimulando la demanda de créditos. Además, la elevada inflación ha deteriorado el ingreso real disponible de los agentes y su capacidad gasto.

Resultados de demanda y oferta en 2022

Por el lado de la **demand**a, el crecimiento del consumo privado fue 9.6%, aportando así 7.2 p.p. a la variación total del PIB en todo el año (el 95%). Allí se destaca el buen desempeño del consumo de servicios con un crecimiento de 13.1%, liderado por servicios de entretenimiento, restaurantes y hoteles que crecieron algo más de 19%.

El consumo de bienes creció 6%, impulsado principalmente por el gasto en bienes durables y semidurables con incrementos promedio de 10.6%. Este comportamiento es consistente con la fortaleza que tuvo el crecimiento la cartera de consumo del sistema financiero durante el año pasado, pues son bienes cuyo gasto tiende a estar típicamente apalancado con crédito. Por su parte, el consumo de bienes no durables tuvo un crecimiento de 3.8%.

La inversión fija también tuvo un desempeño muy favorable en 2022 y registró un crecimiento de 11.8%. En su totalidad, este resultado se sustenta por el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, muy ligada al consumo intermedio en sectores como la industria y la construcción, la cual se expandió 25.5%. La dinámica de la inversión residencial y no residencial permaneció rezagada y su crecimiento promedio fue de apenas 2.4%.

¹Se compara contra la senda de crecimiento pre-pandemia, teniendo en cuenta las distorsiones por efecto base implícitas en las tasas de variación del PIB durante el bienio 2020-2021.



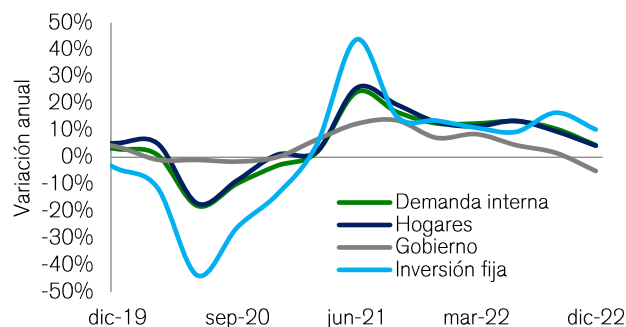
Por su parte, el gasto público anotó un crecimiento de 1.4% y se desaceleró significativamente frente al 9.8% de 2021. Este resultado es consistente con el desmonte de la política fiscal altamente expansiva que mantuvo el Gobierno durante el bienio 2020-2021, en el marco de la emergencia económica y sanitaria derivada de la pandemia.

De esta forma, el crecimiento de la demanda interna fue de un sobresaliente 10%, una tasa de expansión que duplica su crecimiento tendencial-histórico. En línea con lo anterior, el crecimiento de las importaciones en el PIB fue de 23.9%, muy por encima del 14.9% al que crecieron las exportaciones y que sustenta el abultado déficit comercial de la economía que se observó a largo de 2022 (ver “Actividad económica” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)).

Por el lado de la oferta, y en línea con el buen desempeño del gasto de los hogares, el sector terciario de la economía registró un sólido crecimiento de 8.8%. Los subsectores de arte, cultura, recreación y entretenimiento crecieron 37.9% y lideraron el repunte de esta cadena de valor agregado en la economía (Tabla 1). Comercio, transporte, hotelería y restaurante, así como las actividades relacionadas con servicios de información y

comunicaciones, también registraron crecimientos importantes del orden de 12.4%.

Gráfico 2. Evolución de la demanda interna en el PIB



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los resultados del sector secundario no se quedaron atrás y también mostraron un fuerte dinamismo, en línea con el comportamiento de la inversión fija y el consumo intermedio de la economía. En efecto, el crecimiento de esta cadena de producción fue de 8.1%, liderado por las industrias manufactureras que registraron un crecimiento de 9.8%. El PIB de construcción registró una expansión de 6.4% y continuó empujado por el componente de obras civiles, con un crecimiento de 7.2%.

El lastre del PIB de oferta en 2022 fue el sector primario, el cual registró una contracción de 0.9% y no ha

Tabla 1. Comportamiento sectorial y de las principales ramas de actividad en el PIB de oferta*

Sectores económicos	2020	2021	2022	Participación (%)	Cambio en contrib. (p.p.)
Primario	-5.6	1.9	-0.9	9.4	-0.3
Agropecuario	2.3	3.1	-1.9	5.6	-0.3
Minería	-15.6	0.0	0.6	3.8	0.0
Secundario	-15.2	10.9	8.1	19.1	-0.6
Industrias manufactureras	-10.0	14.7	9.8	11.9	-0.6
Electricidad, gas y agua	-3.3	5.4	4.1	2.9	0.0
Construcción	-30.5	5.7	6.4	4.4	0.0
Terciario	-4.8	12.0	8.8	61.3	-1.9
Comercio, transporte, hotelería y restaurantes	-13.4	21.7	10.7	18.0	-2.1
Información y comunicaciones	-2.6	11.8	14.2	3.2	0.1
Financiero y seguros	2.2	3.7	6.5	5.0	0.1
Inmobiliario	1.4	2.8	2.0	8.7	-0.1
Profesionales, científicos y administrativos	-5.8	9.4	8.3	6.9	-0.1
Educación, salud, SS y administración pública	0.3	8.5	4.9	15.3	-0.6
Arte, cultura, recreación y entretenimiento	-11.8	33.7	37.9	4.3	0.6
Valor agregado	-7.4	10.6	7.2	89.8	-3.0
Impuestos	-6.1	15.7	10.1	10.1	-0.5
PIB	-7.3	11.0	7.5	100	-3.5

Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

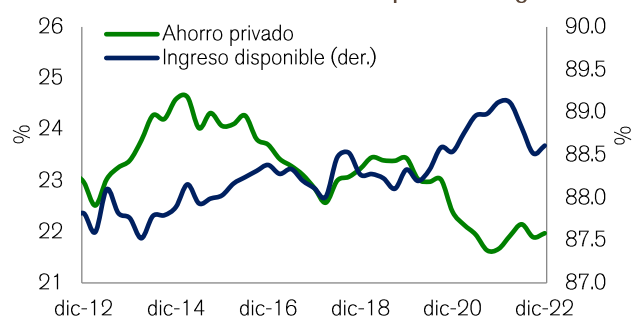
*La suma de contribuciones no coincide con la variación del PIB total por la metodología de encadenamiento.



recuperado los niveles de producción de 2019. Allí se conjugaron varios factores de oferta como: i) el choque de costos que produjo la invasión de Rusia a Ucrania, encareciendo muchos insumos y retrasando producción agropecuaria; ii) las afectaciones climáticas asociadas al fenómeno de La Niña, afectando el ciclo de varios cultivos como el de café; y iii) la lenta recuperación que la producción minero-energética ha tenido desde la pandemia.

En este entorno, el crecimiento del PIB se contrajo 1.9% (Tabla 1), afectado mayoritariamente por la caída de 15.3% del PIB cafetero. La producción de otros cultivos agrícolas cayó 1.7%, mientras que el PIB de la ganadería lo hizo en -0.4%.

Gráfico 3. Tasa de ahorro vs capacidad de gasto*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Ahorro de hogares y empresas en el PIB. Se resta recaudo bruto al ID.

Por su parte, el PIB de la minería creció 0.6%, una variación prácticamente nula que repite el resultado del año 2021. A pesar de los altos precios de las materias primas del sector energético, la producción de carbón cayó 5.4% y la de petróleo y gas aumentó apenas 2.5%.

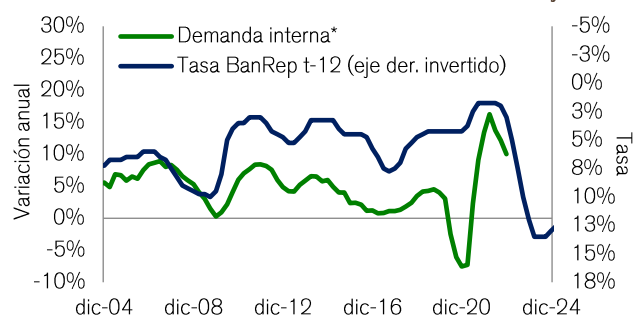
Freno monetario e inflacionario

A pesar de estos positivos resultados de la economía en 2022, existen muchas señales que apuntan a la misma dirección: una fuerte desaceleración en el crecimiento en 2023. De hecho, la desaceleración comenzó desde 3T22, como lo han confirmado estas cifras de PIB y otros indicadores de frecuencia mensual desde hace varios

meses atrás (ver “Iniciando el cambio de ciclo real” en [IMCE – Octubre 10 de 2023](#)).

En efecto, el crecimiento del PIB en 4T22 fue de 2.9%², el más bajo de todos los trimestres de 2022. De hecho, aislando los registros de 2020-2021 por la distorsión de base, este ritmo de expansión es el menor registrado desde 2T18, cuando la economía creció 2.8%.

Gráfico 4. Relación histórica del ciclo monetario y real



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Serie suavizada con un acumulado de 4 trimestres móviles.

Esta desaceleración económica se explica en su totalidad por una significativa pérdida de dinamismo de la demanda interna durante el segundo semestre del año pasado. Desde ritmos del 10.6% al que crecía en 3T22, el crecimiento del gasto interno de la economía se redujo hasta 4.5% en 4T22, donde el menor consumo de los hogares sustenta mayoritariamente este comportamiento (Gráfico 2).

El gasto del Gobierno se contrajo 4.8%. No obstante, esto obedece al desmonte de buena parte del gasto público utilizado para enfrentar la pandemia en años pasados, como lo explicamos anteriormente, aunque también a ciertos factores asociados al ciclo político.

La causa del freno en el gasto privado es de índole nominal: monetario e inflacionario. Ante los evidentes excesos de demanda en la economía, y una inflación viajando a ritmos anuales de 13.3% (máximos de 24 años), BanRep ha elevado su tasa de interés de referencia hasta 12.75%, equivalente a un ajuste de 12 p.p. desde que inició este ciclo contractivo en 2021.

²De aquí en adelante, todas las tasas de variación a las que haremos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos que se especifique lo contrario.

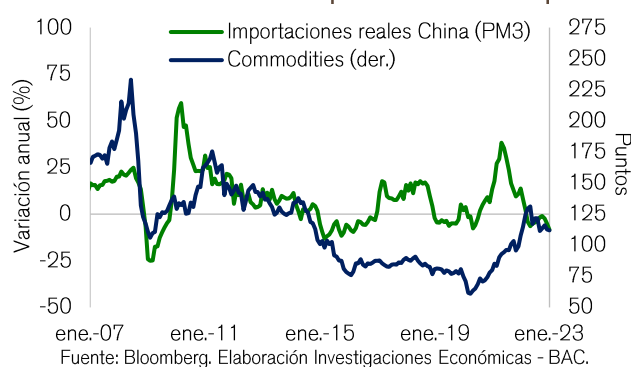


Como resultado, el crecimiento real del crédito se ha desacelerado ininterrumpidamente durante los últimos 8 meses, siendo la modalidad de consumo la más afectada por el aumento en las tasas de interés (ver “Mercado de créditos” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)).

Adicionalmente, la capacidad de gasto se ha deteriorado no sólo por un aumento en las tasas de interés, sino también en la pérdida de poder adquisitivo por culpa de la elevada inflación.

Lo anterior se puede observar desde dos frentes: i) la caída que ha tenido el ingreso real disponible de la economía desde principios de 2022; y ii) el fin del fuerte y atípico desahorro observado durante los últimos dos años, que llevó la tasa de ahorro privado en el PIB a mínimos históricos (Gráfico 3).

Gráfico 5. Ciclo de China vs precios de materias primas



Es de esperar que la desaceleración del gasto privado continúe en el futuro cercano, en la medida que estos factores nominales sigan restringiendo las decisiones de consumo e inversión.

Más aún, teniendo en cuenta que existe un rezago natural de 12-24 meses en las decisiones de política monetaria sobre la demanda interna, los mayores efectos del actual ciclo contractivo de BanRep tendrán que sentirse con fuerza durante el bienio 2023-2024 (Gráfico 4).

En nuestro escenario base, el crecimiento del PIB real en 2023 sería de 1.1% y en 2024 de 1.8% (ver “Actividad económica” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)). En ambos casos, estos ritmos de expansión estarían por debajo del 3% potencial-tendencial, algo que es coherente con la perspectiva anterior.

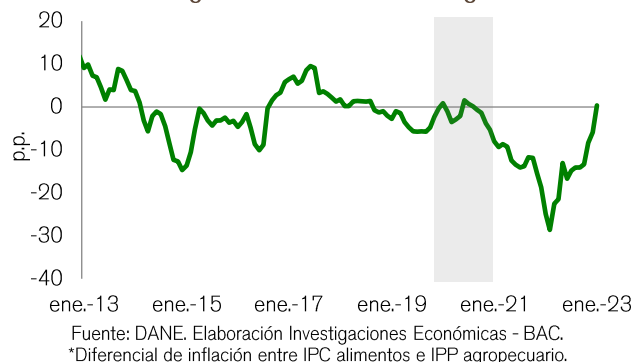
Oportunidades sectoriales

Si bien el panorama para el bienio en curso es retador por las razones expuestas anteriormente, existen algunas oportunidades sectoriales aprovechables en la actual coyuntura.

En **primer lugar**, la probabilidad de una recesión económica mundial en 2023 se ha venido moderando ante los positivos datos de actividad real recientemente conocidos en las economías más grandes del mundo (ver “Contexto externo” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)).

De hecho, economías como la de China (la segunda más grande del mundo) tienen una perspectiva favorable para este año, luego de un 2022 flojo en crecimiento por culpa de las medidas de cero COVID adoptadas para frenar el virus. De acuerdo con el FMI, la reapertura de China podría marcar el camino para crecimientos del orden de 5.2% y 4.5% en 2023 y 2024, respectivamente, muy por encima del 3% al que creció el gigante asiático en 2022.

Gráfico 6. Margen de comercialización agroindustrial*



La importancia de China en el crecimiento mundial es muy alta. Por un lado, su aporte al crecimiento del PIB de todo el mundo en la última década antes de la pandemia fue de 1.3 p.p. (cerca de un 33% del crecimiento global), y la sensibilidad del crecimiento mundial ante cambios de 1 p.p. en la expansión anual de China se estima entre 0.2 y 0.3 p.p. (ver “Coronavirus y... ¿Coronacrisis?” en [IMC – Febrero 20 de 2020](#)).

Adicionalmente, China es el mayor consumidor de materias primas en el mundo y los precios de estos insumos básicos están muy atados al ciclo económico chino (Gráfico 5). Un crecimiento elevado de su economía



son buenas noticias para los términos de intercambio de países exportadores netos de *commodities*, como Colombia.

Segundo, el margen de comercialización en sectores clave de la cadena primaria-secundaria de producción local está mejorando. En la medida que este margen mantenga esta tendencia, las utilidades de las empresas se cubren contra un bajo volumen de ventas, algo que puede ocurrir este año por el ajuste del gasto agregado en la economía que analizamos previamente.

Un buen ejemplo de lo anterior es lo que ocurre con el sector agroindustrial. Aislado las distorsiones de la pandemia en 2020, mediciones de este margen en la agroindustria sugieren que se encuentra en máximos desde 2018 (Gráfico 6).

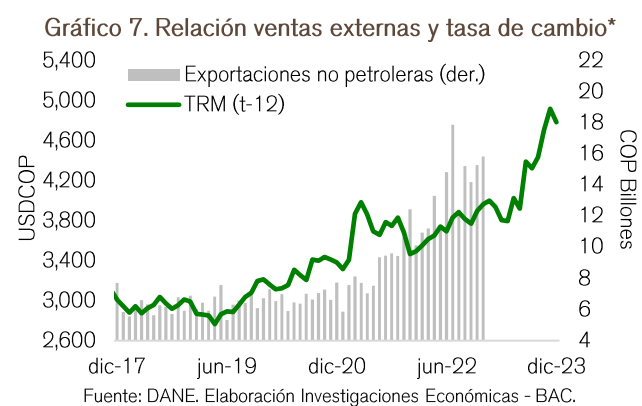
Tras los choques de costos sufridos entre 2021 y 2022 (restricciones de oferta por la pandemia y efectos colaterales de la invasión de Rusia a Ucrania), los precios de los insumos se han estabilizado y en varios casos incluso han descendido. Las bases del Plan Nacional de Desarrollo (PND) favorecen una menor dependencia de fertilizantes importados, algo que resultará positivo en este frente para los próximos años.

Además, el *boom* de gasto final y consumo intermedio de los últimos dos años no sólo permitió un buen crecimiento de la producción agroindustrial, sino que además elevó los precios de venta en esta cadena. Los efectos de esto último aún no se han diluido, lo cual seguirá apoyando mejoras en el margen comercial.

En **tercer lugar**, los elevados términos de intercambio, así como la depreciación acumulada de la tasa de cambio, son buenas noticias para la posición comercial de los sectores exportadores netos.

En el primer caso, los términos de intercambio en Colombia se sitúan muy por encima de sus promedios históricos (ver “Mercado local” en [IMC – Enero 31 de 2023](#)). En gran medida, estos buenos términos de intercambio han resultado favorecidos por los altos precios de las materias primas a nivel mundial desde el año pasado.

Para el segundo caso, la depreciación de la tasa de cambio nominal en los últimos 12 meses bordea un no despreciable 22%. Como sucede en el caso del margen de comercialización local, una depreciación de la tasa de cambio puede amortiguar los efectos de unas menores ventas externas en volúmenes (exportaciones reales) sobre los ingresos en dólares cuando se convierten a pesos. Tras un bienio 2021-2022 muy favorable en materia de ingresos exportadores, de cara a 2023 la depreciación acumulada ayudará a suavizar los riesgos de una desaceleración de nuestros principales socios comerciales (Gráfico 7).



En **cuarto** y último lugar, la transformación productiva que ha sido característica a lo largo de la historia ofrece siempre alternativas en la generación de valor agregado en la economía. Estamos viviendo lo que se ha denominado la cuarta revolución industrial, pasando de la época de la digitalización y uso de tecnologías limpias en los procesos hacia la de su automatización. El cambio de preferencias y hábitos de consumo que produjo la pandemia aceleró esta transformación vía demanda.

Lo anterior significa que la cadena de valor en servicios intensivos en capital humano seguirá ganando terreno, aún cuando la economía esté perdiendo dinamismo. De hecho, como lo analizamos al principio de este informe, más allá de la desaceleración macroeconómica, los crecimientos en rubros del sector terciario como el de información, tecnología y comunicaciones son sobresalientes, y lo seguirán siendo en el futuro cercano.



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.
