



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *El crecimiento del PIB durante 2T23 fue de 0.3%, en línea con nuestra expectativa de una fuerte desaceleración. Por el lado de la demanda, la inversión fija fue el lastre del último trimestre y registró su peor desempeño desde 2008 (aislando la pandemia). El consumo de los hogares se sigue desacelerando en un contexto de elevadas tasas de interés, especialmente el de bienes durables y semidurables.*
- *Por el lado la oferta, el sector terciario continuó liderando la expansión de la economía, pero sigue perdiendo impulso frente a trimestres previos, muy en línea con el comportamiento del gasto de los hogares. El sector primario mantuvo expansiones muy bajas, en medio de afectaciones de oferta para el sector agropecuario y una gradual recuperación del sector de minas y canteras. El secundario fue el único que se contrajo en 2T23, lastrado por el desplome de la inversión fija.*
- *Es probable que los resultados del PIB en 2T23 hayan sido los más débiles del año en curso, teniendo en cuenta que la información preliminar de 3T23 sugiere un leve rebote en la actividad. Sin embargo, creemos que la dinámica de expansión del producto seguirá siendo muy débil en el futuro cercano. De hecho, la economía habría entrado desde 2T23 en una fase de estancamiento (crecimientos cercanos a 0%), cuya duración podría prolongarse hasta comienzos de 2024.*
- *La buena noticia es que el choque interno-externo de costos se ha diluido por completo. Lo anterior, sumando la apreciación que ha tenido el tipo de cambio en 2023, supone mejoras en la demanda de bienes de capital de varios sectores transables.*
- *Ratificamos nuestro pronóstico de un crecimiento de 1.1% del PIB real para todo 2023. Nuestras estimaciones continúan sugiriendo un cierre completo de la brecha positiva del producto hacia finales de este año y comienzos de 2024, aliviando por esta vía las presiones inflacionarias de demanda.*

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

Natalia Ossa M.  
P.S. – Macroeconomía  
[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

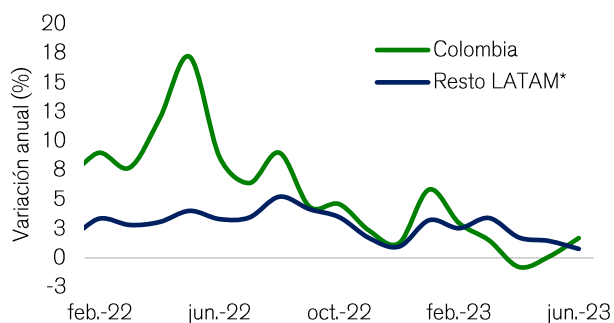


## Riesgos de estancamiento

En línea con nuestras expectativas, la variación anual del PIB en 1T23 fue de 0.3%<sup>1</sup>, el crecimiento más bajo de la economía durante todo el periodo post-pandemia (ver “¿De cisne a pato?” en [IMCE – Agosto de 2023](#)).

La desaceleración de la actividad completó prácticamente un año, afectada en buena medida por una inflación históricamente alta y las consecuentes medidas contractivas de política monetaria adoptadas por BanRep para combatirla. Esto ha restringido significativamente el gasto agregado de hogares y empresas, que había sido el principal motor de crecimiento económico durante 2021-2022. En lo que va corrido 2023, el gasto agregado ha iniciado una etapa de frugalidad que naturalmente está castigando la dinámica de expansión de la economía.

Gráfico 1. Índices de actividad económica en LATAM



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio ponderado de Brasil, México, Argentina, Chile y Perú.

La disparada en los costos de producción de 2022, suscitada por la invasión de Rusia a Ucrania, también ha sido un factor explicativo adicional que ha lastrado la dinámica de la formación bruta de capital en el último año. A lo anterior también se suma la depreciación acumulada del tipo de cambio que, si bien ha dejado de crear presiones inflacionarias, ha desestimulado notablemente la inversión en capital fijo y la demanda de bienes-insumos importados.

No obstante, este comportamiento también obedece a un agotamiento natural del ciclo tras el fuerte impulso que

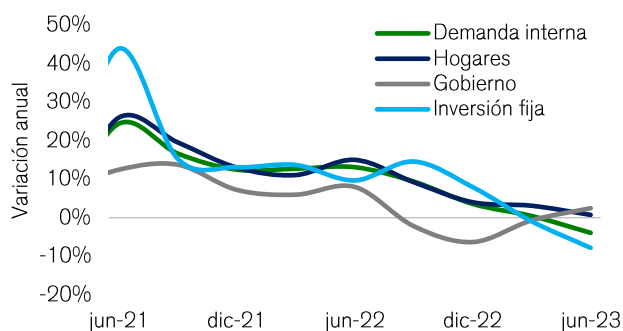
<sup>1</sup> De aquí en adelante, todas las variaciones a las que haremos referencia de aquí en adelante son variaciones anuales.

tuvo la economía en años previos, creciendo a tasas promedio del 9.2% durante el bienio 2021-2022 que casi duplicaron la expansión de 5% del resto de economías de LATAM. En consecuencia, la magnitud de la desaceleración de Colombia ha sido relativamente más pronunciada en el último año<sup>2</sup> (Gráfico 1).

## Resultados del PIB en 2T23

Por el lado de la **demanda**, el gasto de los hogares se desaceleró hasta 0.7%, su menor ritmo de expansión desde 4T20. Como viene ocurriendo desde finales de 2022, el consumo de bienes tuvo una variación negativa de 3.2%, afectado principalmente por caídas promedio de 10.8% en el gasto de bienes durables y semidurables, los más sensibles al contexto de tasas de interés altas. En contraste, el consumo de servicios creció 3.9%, aunque su dinámica de crecimiento también se viene moderando.

Gráfico 2. Evolución de la demanda interna en el PIB



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La inversión fija fue el lastre de la demanda en el último trimestre y registró una contracción de 7.8% (Gráfico 2). Excluyendo el choque de la pandemia del COVID-19, este resultado se constituye en la peor caída de la inversión de capital fijo desde el año 2008.

Lo anterior se explica, principalmente, por una caída en la inversión en maquinaria y equipo de 13.8%, muy ligada al consumo intermedio en sectores como la minería, la industria y la construcción. La inversión no residencial registró una caída de 7.1%, en línea con el pobre

<sup>2</sup> Sin Colombia, el crecimiento de las otras grandes economías de LATAM se ha desacelerado desde 6.9% en 2021 hasta 3.1% en 2022 y 2.1% en lo que va corrido de 2023.



desempeño que traen desde 2022 las obras civiles, mientras que la inversión residencial cayó 2.2%.

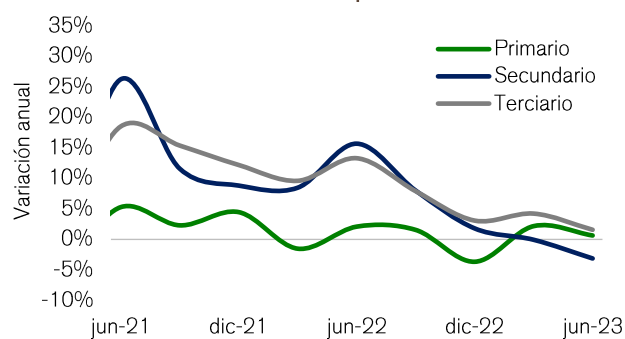
El actual carácter contra-cíclico de la política fiscal se ha visto reflejado en el rebote que viene evidenciando el consumo del sector público desde finales del año pasado, a pesar de la baja ejecución presupuestal del año en curso. En efecto, el crecimiento del gasto público en el PIB fue de 2.5% en 2T23, muy en contraste con los crecimientos negativos de los trimestres anteriores (Gráfico 2).

De esta forma, la demanda interna tuvo su primera caída desde 2020 y se contrajo 3.9%. La formación bruta de capital fue la principal responsable de este mal resultado de la demanda interna, aportándole -3.7 p.p. Lo anterior se explica por un aporte de -1.3 p.p. de la inversión fija (dada su fuerte caída del trimestre) y de -2.4 p.p. de los inventarios, los cuales tuvieron una variación negativa.

Las exportaciones netas, por segundo trimestre consecutivo, le aportaron de forma positiva a la variación total del PIB en 2T23 (3.6 p.p.) y evitaron una contracción económica. Esto se sustenta por una caída de 14.5% de las importaciones, la más fuerte desde el año 2020 durante la pandemia, mientras que las exportaciones crecieron 2.4%.

Por el lado de la **oferta**, el sector terciario continuó liderando la expansión de la economía, pero sigue perdiendo impulso frente a trimestres previos (Gráfico 3), muy en línea con el comportamiento del gasto de los hogares. El sector primario mantuvo expansiones muy bajas, mientras que el secundario fue el único que se contrajo en 2T23, afectado por el desplome de la inversión fija.

Gráfico 3. Evolución del PIB por ramas de actividad



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El PIB de la cadena primaria creció apenas 0.6% (Tabla 1). Por ramas de actividad, el PIB agropecuario se contrajo 1.4% y mantiene un pobre desempeño desde finales de 2022. Allí se destaca la fuerte caída de 7.7% que tuvo la producción de café, afectada por las lluvias en buena

Tabla 1. Comportamiento sectorial y por ramas de actividad en el PIB de oferta (variaciones anuales)\*

Sectores económicos	2T22	1T23	2T23	Participación (%)	Cambio en contribución (p.p.)
<b>Primario</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>0.6</b>	<b>9.6</b>	<b>-0.2</b>
Agropecuario	1.4	0.8	-1.4	5.7	-0.1
Minería	3.2	4.4	3.8	3.9	0.0
<b>Secundario</b>	<b>15.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>18.8</b>	<b>-0.6</b>
Industrias manufactureras	20.4	0.9	-4.0	11.6	-0.6
Electricidad, gas y agua	7.6	1.3	1.3	2.9	0.0
Construcción	9.4	-3.5	-3.7	4.3	0.0
<b>Terciario</b>	<b>13.3</b>	<b>4.2</b>	<b>1.6</b>	<b>62.2</b>	<b>-1.6</b>
Comercio, transporte, hotelería y restaurantes	21.9	0.6	-3.2	17.3	-0.6
Información y comunicaciones	18.1	2.6	1.1	3.2	0.0
Financiero y seguros	11.3	22.8	3.7	5.2	-1.1
Inmobiliario	2.0	2.0	1.8	9.0	0.0
Profesionales, científicos y administrativos	12.3	2.0	-0.2	6.9	-0.2
Educación, salud, SS y administración pública	7.1	1.9	4.5	16.4	0.5
Arte, cultura, recreación y entretenimiento	36.3	18.9	12.2	4.3	-0.3
Valor agregado	12.2	3.0	0.3	90.3	-2.4
Impuestos	13.0	4.1	0.8	9.7	-0.3
<b>PIB</b>	<b>12.2</b>	<b>3.0</b>	<b>0.3</b>	<b>100</b>	<b>-2.7</b>

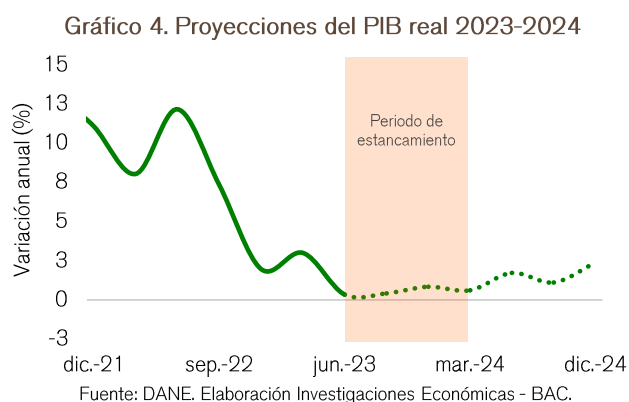
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

\*La suma de contribuciones no coincide con el PIB total por la metodología de encadenamiento.



parte del país y efectos negativos rezagados del fenómeno de La Niña de 2022. El PIB de ganadería completó 4 trimestres consecutivos con variaciones negativas y en 2T23 se contrajo 2.9%.

Por su parte, el PIB de minas y canteras registró un crecimiento de 3.8% y continúa recuperándose gradualmente. La producción de petróleo, que representa un 69% del PIB de minería, creció 3.2%, mientras que la de carbón lo hizo en 1%.



El PIB del sector secundario, como lo explicamos anteriormente, fue el único que registró una caída en el último trimestre a una tasa de -3.1% (Tabla 1). La producción de industrias manufactureras se desplomó un 4%, su peor caída desde 3T20. Por su parte, el PIB de construcción se contrajo 3.7%, afectado principalmente por una variación negativa de 17.9% del PIB de obras civiles, aunque también por un débil desempeño en su segmento de edificaciones.

El crecimiento del sector terciario fue 1.6%, el más bajo desde 4T20. En un 40%, la desaceleración de este sector frente a 1T23 se explica por una caída de 3.2% en el crecimiento de las actividades de comercio, transporte, hotelería y restaurantes (Tabla 1).

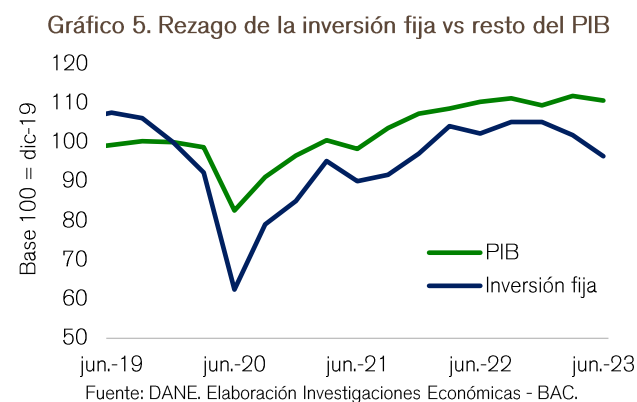
El subsector de arte, cultura, recreación y entretenimiento continúa registrando tasas de crecimiento de 2 dígitos y en 2T23 fue de 12.2%, algo que sigue estando en línea con la buena dinámica que aún evidencia el gasto en servicios de los hogares.

### Expectativas para el resto de 2023

Como lo advertimos en un informe reciente, es altamente probable que el crecimiento del PIB en 2T23 haya sido el más bajo del año en curso, teniendo en cuenta que la información preliminar de la actividad económica en 3T23 sugiere un leve rebote (ver “¿De cisne a pato?” en [IMCE – Agosto 11 de 2023](#)).

No obstante, la dinámica de expansión del producto seguirá siendo muy débil en el futuro cercano. Según nuestros cálculos, la economía habría entrado desde 2T23 en una fase de estancamiento (crecimientos muy cercanos a 0%) cuya duración podría prolongarse hasta principios de 2024 (Gráfico 4).

Los efectos de la postura monetaria contractiva de BanRep seguirán sintiéndose en lo que resta de 2023, restringiendo la demanda interna. En particular, es de esperar que el contexto de tasas de interés elevadas mantenga débil el consumo de los hogares en el corto plazo, algo que las recientes cifras de PIB y otros indicadores adelantados sugieren, como la baja confianza de los consumidores y el crecimiento real negativo de la cartera de créditos de consumo.

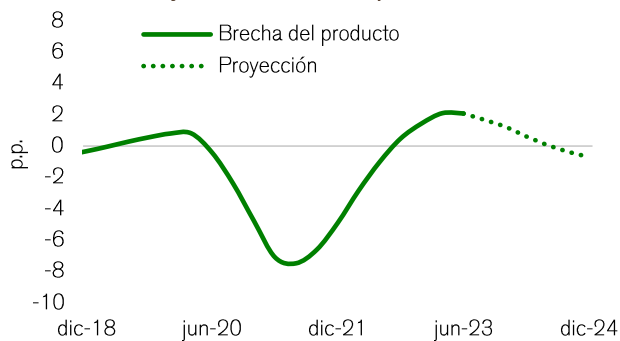


Tal como lo analizamos previamente, la inversión fija ha sido la variable de demanda más afectada este año. De hecho, sin contar los resultados de pandemia en 2020, los niveles de inversión fija están incluso por debajo de los valores de 2019 (Gráfico 5). Es muy probable que la inversión fija mantenga dinámicas negativas en el futuro cercano, por lo cual urge hallar estímulos que dinamicen la formación bruta de capital en la economía, especialmente en



sectores como la construcción de obras civiles, que exhibe números alarmantes.

Gráfico 6. Proyección brecha del producto en Colombia



La buena noticia es que el choque interno-externo de costos se ha diluido por completo, lo que supone algunas mejoras en los márgenes de comercialización de sectores clave como el agroindustrial y en la demanda de bienes de capital de otras ramas del sector secundario. La apreciación que ha tenido la tasa de cambio desde finales de 2022 a la fecha, cayendo desde máximos de 5000 pesos a los actuales 4100 pesos, también debería comenzar a estimular la dinámica futura de la inversión fija.

Por todo lo anterior, mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB real para todo 2023 en 1.1%. Nuestras estimaciones continúan sugiriendo que la brecha positiva del producto (exceso de demanda) se cerraría hacia finales de 2023 y comienzos de 2024 (Gráfico 6), contribuyendo por esta vía a suavizar las presiones inflacionarias de demanda en la economía.



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.

---