



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Las cifras de PIB en 3T23 sorprendieron negativamente y mostraron una contracción del producto de 0.3%. Por el lado de la demanda, la inversión registró un desplome sin precedentes para un trimestre y fue la causante de la caída del PIB. Además de los efectos estructurales que han tenido los incrementos en las tasas de interés, los niveles de confianza de los agentes se han deteriorado significativamente por factores idiosincráticos más allá de los económicos y constituyen otro ingrediente negativo para la formación bruta de capital.*
- *Por el lado la oferta, el PIB del sector secundario fue el único que se contrajo en 3T23, en línea con la fuerte caída de la inversión. El sector terciario acentuó su desaceleración, coherente con la pérdida de dinamismo que viene registrando el consumo de los hogares a lo largo de este año. El PIB de las ramas de producción primaria, como lo habíamos anticipado, fue el único que mostró algunas leves mejoras.*
- *Es probable que los resultados del PIB en 4T23 reflejen un leve rebote de la actividad. Sin embargo, es importante advertir que buena parte de este resultado estaría distorsionado por efectos de baja base de comparación de finales del año pasado. De hecho, suponiendo una variación trimestral de 0% del PIB en 4T23, el crecimiento anual se aceleraría hasta 1.4%.*
- *En nuestro escenario base, estimamos que el crecimiento del PIB para 4T23 se sitúe alrededor de 1%. El gasto de los hogares se mantendrá débil y el mal momento de la inversión se prolongaría por varios meses más. El mejor comportamiento del gasto público y las exportaciones podrían contrarrestar parcialmente lo anterior.*
- *Ratificamos nuestro pronóstico de un crecimiento de 1.1% del PIB para todo 2023. Nuestras estimaciones sugieren un cierre completo de la brecha positiva del producto hacia mitad de 2024, aliviando por esta vía las presiones inflacionarias de demanda que le permitirían a BanRep iniciar los recortes de tasas de interés en 1T24.*

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



Desaceleración fuerte y dolorosa

Las cifras de PIB que se conocieron la semana pasada dieron cuenta de una fuerte desaceleración de la economía colombiana, sorprendiendo negativamente la mayoría de los estimativos de analistas, de BanRep y del Gobierno.

Este desempeño de la actividad completa ya un año y los riesgos de un estancamiento no sólo continúan en ascenso, sino que también avizoran que sería más duradero en el corto plazo (ver “Riesgos de estancamiento” en [CE – Agosto 22 de 2023](#)). Más aún, los datos recientes mostraron una contracción del producto que no se observaba desde la pandemia, lo cual sugiere que esta fase de desaceleración podría ser dolorosa y no tan ordenada como se estimaba de arranque.

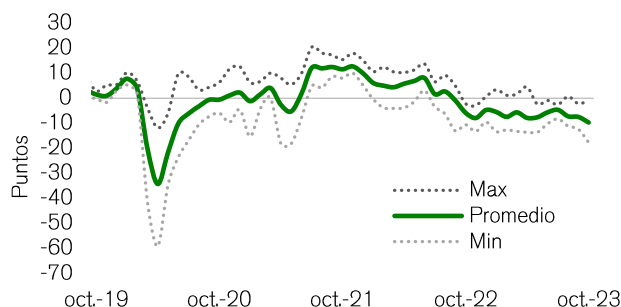
El entorno de tasas de interés altas, consistente con una postura contractiva de BanRep para atajar una inflación que continúa en 2 dígitos, explica parte de este comportamiento. La cartera de créditos del sistema financiero decrece en términos reales, los indicadores de riesgo de impago se han deteriorado de forma importante (especialmente el incremento no despreciable de la cartera vencida) y la carga financiera de los agentes se ha incrementado continuamente desde finales de 2021.

Varios gremios en el país han manifestado su preocupación ante la situación, pues a diferencia de lo ocurrido durante la pandemia que permitió mantener el empleo y el gasto en capital (se adoptaron varias medidas para suavizar la caja de las empresas y sus obligaciones financieras), en el contexto actual el desincentivo es completo.

No en vano, lo que más sigue llamando la atención es el fuerte desplome que ha tenido la inversión, anotando caídas atípicas que incluso en magnitud superan las observadas durante la pandemia. El mayor pesimismo de

los agentes, que responde a determinantes idiosincráticos más allá de los económicos, constituye otro ingrediente negativo al coctel de desincentivos para la formación bruta de capital. Una buena forma de medir este pesimismo es a través de los índices de confianza¹, que en el balance se sitúan en mínimos no registrados desde la pandemia (Gráfico 1) y no auguran un cambio de tendencia estructural en el futuro próximo.

Gráfico 1. Confianza de hogares y empresas en Colombia



Fuente: Fedesarrollo, Sectorial, Fenalco y Davivienda.
Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

A continuación, presentamos un análisis detallado de las cifras de PIB de 3T23 y compartimos nuestras perspectivas de corto plazo, caracterizadas por el difícil entorno descrito previamente. También advertimos algunas distorsiones que podrían mostrar los datos del PIB de 4T23 y que afectarían la adecuada lectura de los mismos.

Resultados del PIB en 3T23

La variación anual del PIB fue -0.3% ², siendo la primera contracción observada desde 2020. Este resultado estuvo por debajo de nuestra expectativa que contemplaba un crecimiento bajo de 0.3% , pero no una caída del producto.

Por el lado de la **demand**a, el gasto de los hogares se desaceleró hasta 0.4% , su menor ritmo de expansión desde 3T20. Como viene ocurriendo desde finales de 2022, el consumo de bienes tuvo una variación negativa de 2.4% , afectado principalmente por caídas de 12.8% y 7.2% en el gasto de bienes durables y semidurables,

¹ Para el cálculo agregado se tomaron los índices de confianza de los hogares, comerciantes e industriales de Fedesarrollo, el índice de confianza empresarial de la firma Sectorial, el índice de confianza de Fenalco y el índice PMI que publica Davivienda. Todas las series fueron estandarizadas desde enero de 2018 hasta la fecha.

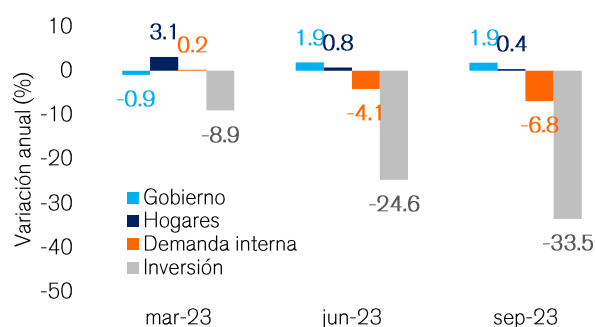
² De aquí en adelante, todos los crecimientos a los que haremos referencia son variaciones anuales, a menos de que se especifique lo contrario.



respectivamente, que son los más sensibles al contexto de tasas de interés altas. El consumo de servicios creció 2.2%, pero su dinámica de crecimiento también se viene moderando.

Por su parte, el ritmo de la ejecución presupuestal del Gobierno en 3T23, dado el carácter contra-cíclico de la política fiscal este año, siguió mejorando frente a trimestres previos y permitió que el gasto público en el PIB se acelerara hacia crecimientos de 1.9%. Esto mejora el crecimiento promedio de 0.5% registrado durante la primera mitad del año y es de esperar que continúe con esta tendencia en el corto plazo.

Gráfico 2. Variables de gasto interno en 2023



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La inversión nuevamente fue el lastre de la demanda interna y en 3T23 registró un desplome sin precedentes del 33.5% (Gráfico 2). Esta caída de la inversión supera en magnitud la contracción de 32.3% de 2T20, que había sido su peor registro histórico para un trimestre y tuvo lugar en el momento más difícil de la pandemia del COVID-19. Dado lo anterior, y aislando la pandemia, la inversión a precios constantes en el PIB retrocedió hasta mínimos no vistos desde 2010 (Gráfico 3).

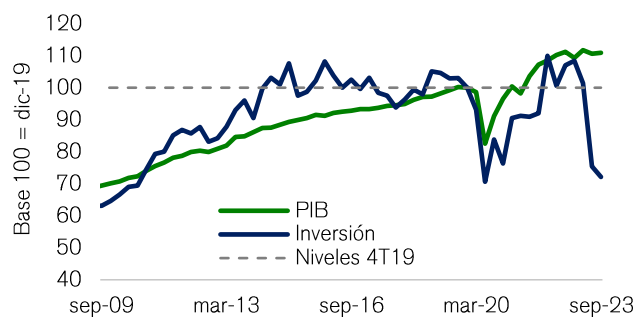
La formación bruta de capital fijo profundizó el mal momento que vive este año y en 3T23 se contrajo 11%, lo que equivale a un aporte de -1.9 p.p. al crecimiento del PIB y explica el 36% del desplome de la inversión. El restante 64% estuvo asociado a una desacumulación de existencias que le restó 3.3 p.p. a la dinámica del PIB en 3T23.

En gran medida, la caída del gasto en capital fijo en 3T23 se sustenta por una reducción de 15.8% en el renglón de

maquinaria y equipo, muy ligado al consumo intermedio en sectores como el agropecuario, el minero-energético, la industria y la construcción. La inversión fija no residencial se contrajo 13% y completó 4 trimestres consecutivos de caídas, mientras que la inversión fija residencial tuvo una caída de 3.2%.

De esta forma, la demanda interna cayó por segundo trimestre consecutivo y registró una fuerte contracción de 6.8%. Como lo explicamos anteriormente, la inversión fue la principal responsable de este comportamiento, explicando alrededor del 73% de la caída del gasto interno en 3T23.

Gráfico 3. Evolución histórica de la inversión en el PIB*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series ajustadas por estacionalidad y efecto calendario.

Las exportaciones netas, por el contrario, volvieron a tener un aporte positivo a la variación total del PIB en el último trimestre. Esto se sustenta principalmente por una caída de 21.5% de las importaciones, la más fuerte desde el año 2020 y que está sustentada casi en su totalidad por el derrumbe que ha tenido la inversión.

Por su parte, las exportaciones se expandieron 4.2%, su mayor crecimiento en lo que va corrido del presente año. Lo anterior se encuentra en línea con un crecimiento de nuestros socios comerciales que, pese a una evidente desaceleración, ha superado las previsiones iniciales.

Por el lado de la **oferta**, el sector secundario ha sido el más castigado por el mal momento de la inversión fija y en tendencia exhibe la desaceleración más fuerte dentro de las principales ramas de actividad (Gráfico 4). De hecho, la producción de este sector fue la única que presentó una contracción en el último trimestre.



En línea con lo veníamos advirtiendo meses atrás (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Noviembre de 2023](#)), el sector primario estaba mostrando varias señales positivas de cara a 3T23. Las cifras de PIB confirmaron estas tendencias de esta rama de actividad y mostraron un crecimiento de 2.5%, el ritmo de expansión más alto desde 2T21.

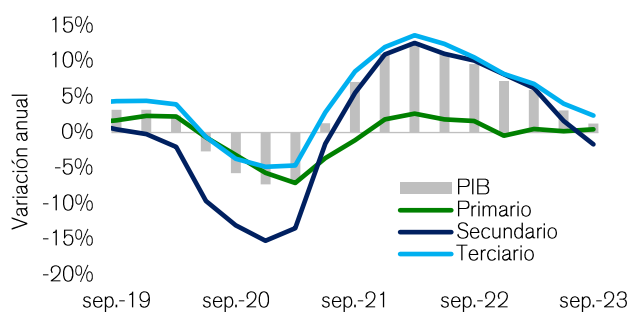
El PIB agropecuario creció 1.8%, en contraste con la caída de 0.2% promedio que acumuló durante la primera mitad del año. La producción de cultivos agrícolas sin café, que representa el 62% del PIB agropecuario, creció 3% en 3T23, seguido del PIB de ganadería que lo hizo a una tasa de 1.1%. El PIB de café mantuvo una tendencia negativa y registró una caída de 6.6%, profundizando la contracción de 0.6% del primer semestre.

Por su parte, el PIB de minas y canteras registró un crecimiento de 3.5% y, al igual que el PIB agropecuario, también se sigue recuperando. La producción de petróleo, que representa un 66% del PIB de minería, creció 3.4% y completó 7 trimestres consecutivos de expansión, mientras que el PIB de carbón lo hizo en 3.9%.

El PIB del sector secundario, como lo explicamos anteriormente, fue el único que registró una caída en el último trimestre, con una variación anual de -5.3% (Tabla 1). Allí sobresale la contracción de 8% que tuvo el PIB de

la construcción, el cual completó 4 trimestres consecutivos de caídas y se ha visto afectado por múltiples factores de oferta y demanda.

Gráfico 4. Tendencias del PIB por el lado de la oferta*



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series suavizadas con un acumulado de cuatro trimestres.

Dentro de este subsector, el PIB de edificaciones tuvo un retroceso de 5%, mientras que el de obras civiles presentó una fuerte variación negativa de 15%. Este último se ha visto afectado por los rezagos en la ejecución de varios proyectos de infraestructura, incluyendo demoras suscitadas este año por el congelamiento de las tarifas de peajes.

Asimismo, el PIB de industrias manufactureras se contrajo 6.2%, su peor caída desde 3T20. Este resultado se explica

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

Sectores económicos	3T22	2T23	3T23	Participación (%)	Cambio en contribución (p.p.)
Primario	1.5	0.8	2.5	10.1	0.2
Agropecuaria	-1.6	-1.2	1.8	6.1	0.2
Minería	6.5	3.8	3.5	4.1	0.0
Secundario	8.0	-3.1	-5.3	18.8	-0.4
Industrias manufactureras	7.2	-4.0	-6.2	11.7	-0.3
Electricidad, gas y agua	2.9	1.4	2.5	3.0	0.0
Construcción	13.8	-3.4	-8.0	4.2	-0.2
Terciario	7.9	1.6	0.8	60.8	-0.5
Comercio, transporte, hotelería y restaurantes	10.5	-3.2	-3.5	17.6	-0.1
Información y comunicaciones	14.0	0.9	-1.2	3.1	-0.1
Financiero y seguros	9.3	3.7	1.6	5.0	-0.1
Inmobiliario	2.0	1.8	1.8	8.8	0.0
Profesionales, científicos y administrativos	8.4	-0.3	-0.8	6.9	0.0
Educación, salud, SS y administración pública	0.5	4.5	5.3	15.4	0.1
Arte, cultura, recreación y entretenimiento	39.0	12.1	4.9	4.1	-0.3
Valor agregado	7.0	0.4	-0.1	90.0	-0.4
Impuestos	11.4	1.1	-1.8	10.0	-0.3
PIB	7.4	0.4	-0.3	100	-0.7

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

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

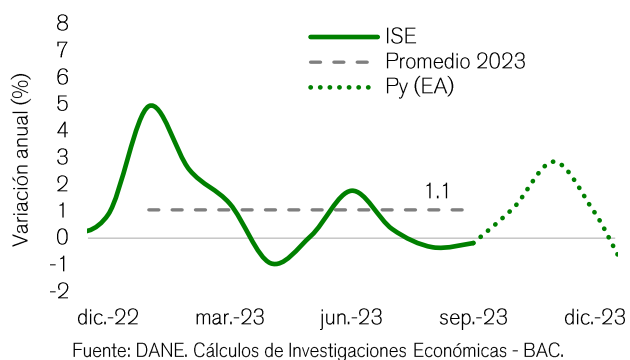


principalmente por un retroceso de 18.8% en la producción de bienes intermedios textiles, cueros, calzado y confección de prendas de vestir.

El PIB del sector terciario registró un crecimiento de 0.8% en 3T23, el más bajo desde 4T20. No obstante, la velocidad de desaceleración en este sector ha sido relativamente más lenta frente a la del sector secundario (Gráfico 4), algo que se explica por la fuerte relación que tiene este segmento de la actividad económica con el PIB de consumo de los hogares.

De hecho, en el acumulado del año la expansión del PIB del sector terciario se sitúa en 2.2%. Esto supera el 1.8% de crecimiento acumulado del PIB del sector primario y contrasta con la caída acumulada de 2.8% del PIB de producción secundaria.

Gráfico 5. Proyección de la actividad bajo supuesto EA



La desaceleración del sector terciario se explica, principalmente, por un menor crecimiento de las actividades de arte, cultura, recreación y entretenimiento, que pasaron de expandirse a tasas de 2 dígitos a crecer 4.9% en 3T23. Sumado a lo anterior, el PIB de comercio, transporte, hotelería y restaurantes cayó 3.5% (Tabla 1) y también aportó a esta pérdida de dinamismo.

Expectativas de corto plazo

Las cifras preliminares de actividad en 4T23 sugieren un pequeño rebote del crecimiento económico hacia ritmos ligeramente superiores al 1% (ver “No están dadas las condiciones” en [IMCE – Noviembre de 2023](#)). Más aún, cálculos a partir del Efecto Arrastre (EA) sobre el ISE también sugieren que el crecimiento en 4T23 mejoraría.

Suponiendo que los niveles de producción de septiembre se mantienen constantes para octubre, noviembre y diciembre, la variación anual del ISE saltaría hacia ritmos promedio de 1.7% en 4T23 (Gráfico 5). Al hacer el mismo cálculo de EA en las series ajustadas del PIB, el crecimiento de 4T23 aumentaría hasta 1.4%.

El problema con lo anterior es que dicho “rebote” no refleja en esencia una mejora de la economía, pues el crecimiento trimestral que se supone para 4T23 es nulo. Es decir, el rebote que se daría sobre el crecimiento anual contendría una distorsión asociada a una muy baja base de comparación en 4T22.

En efecto, tomando las series ajustadas por estacionalidad y efecto calendario, el PIB en 4T22 tuvo una fuerte caída trimestral de -1.6%. Esto hace muy probable que el crecimiento anual en 4T23 rebote, aún con un PIB que en pesos constantes no aumentaría frente a 3T23.

En nuestro escenario base, teniendo en cuenta los datos reales de alta frecuencia disponibles en 4T23, esperamos que el crecimiento se sitúe cerca de 1.1%. Teniendo en cuenta que la expansión promedio en lo que va corrido de 2023 es justamente 1.1% (Gráfico 5), **mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para todo 2023 en 1.1%.**

Con esto, la brecha positiva del producto seguiría ajustándose en el muy corto plazo y se estaría cerrando por completo hacia mediados del próximo año. De esta manera, las presiones inflacionarias de demanda seguirían moderándose y facilitarían que BanRep inicie su ciclo de recortes de tasas de interés en 1T24, como es nuestra expectativa.



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.
