



# Comentario económico

## Actividad económica

Febrero 20 de 2024

# Sin inversión ni pío

### Autores:

**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)

Banco Agrario de Colombia  
Edificio Dirección General  
Bogotá D.C.  
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7  
+601 5948500  
[www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**

Tesorería

El crecimiento de 0.6% del PIB en 2023 sorprendió negativamente la mayoría de las previsiones de analistas, mercado y autoridades económicas. El pobre desempeño de la economía se sustenta mayoritariamente por un retroceso significativo de la demanda interna, en particular de la inversión, cuyos niveles se mantienen en mínimos desde 2010 si se excluye el episodio de la pandemia. Lo anterior fue compensado parcialmente por un buen comportamiento de las exportaciones netas, que siguen contribuyendo positivamente al crecimiento.

No es un tema menor este deterioro que viene exhibiendo la inversión. En la medida que la formación bruta de capital fijo se hace estructuralmente más baja, el crecimiento tendencial de la economía también se reduce y genera afectaciones sobre el desarrollo económico y los estándares de bienestar. La contribución del capital fijo al crecimiento del PIB en los últimos 10 años se ha reducido cerca de 2.5 p.p. frente a los promedios históricos, al tiempo que el crecimiento tendencial disminuyó desde 3.5% hasta el actual 2.7%.

Según nuestras estimaciones, una reducción estructural de 1 p.p. de la tasa de inversión en Colombia reduciría el crecimiento del PIB potencial en 0.23 p.p. Suponiendo que la baja tasa de inversión actual de 18% se hace permanente, lo anterior significaría un menor crecimiento del PIB potencial en 0.7 p.p. hacia valores del 2%.

Teniendo en consideración las tendencias recientes de la actividad económica y los datos de PIB de 2023, revisamos a la baja nuestro pronóstico de crecimiento económico para 2024 hasta 0.7%, desde el 1.5% preliminar. Para 2025, nuestros ejercicios de pronóstico sugieren un rebote del crecimiento económico hacia ritmos de 2.6%.

Las trayectorias implícitas en estos pronósticos dan cuenta de crecimientos del PIB muy cercanos a 0% durante la primera mitad de 2024. A partir del segundo semestre de este año, esperamos que la economía inicie una senda de recuperación hacia crecimientos promedio de 1.3%, los cuales se acelerarían en 2025 apoyados por una postura de política monetaria menos restrictiva y un ambiente para la inversión más favorable.



## ¿Un menor crecimiento potencial?

La semana pasada se conoció el dato de PIB de todo 2023, el cual dejó un sabor bastante agri dulce con más señales de preocupación que de calma. La recesión parece estarse evitando al filo de la navaja, pero en gran medida gracias a un buen comportamiento de las exportaciones netas que están contrarrestando la importante debilidad de la demanda interna. Así, el crecimiento de la economía en 2023 fue de apenas 0.6%, muy por debajo de las estimaciones de analistas y la nuestra que apuntaban a 1% (ver “Un mayor margen” en [IMCE – Febrero de 2024](#)).

Este resultado prácticamente denota estancamiento, tras un sólido crecimiento de 7.3% en 2022 (Gráfico 1). Más aún, al aislar el choque inédito de la pandemia en 2020, el crecimiento de 2023 es el más bajo desde 1999 cuando el PIB se contrajo 4.2%, en medio de la crisis de la UPAC como usualmente se le conoce a este episodio, e incluso inferior al crecimiento que tuvo la economía durante la Gran Recesión de 2008-2009.

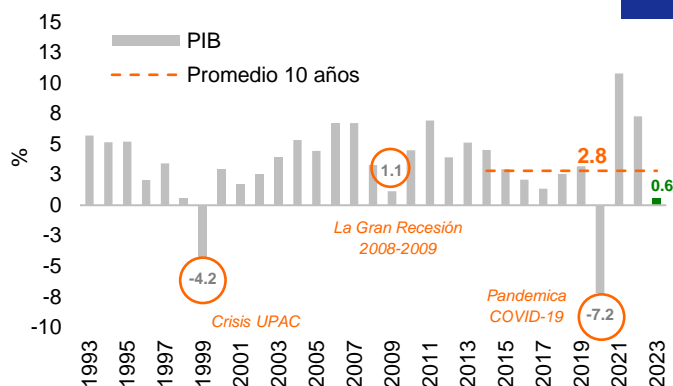
Buena parte de esta fuerte desaceleración de la economía era previsible, teniendo en cuenta la propia naturaleza del ciclo económico y la postura monetaria contractiva que adoptó BanRep para corregir excesos de demanda y atajar la inflación (ver “Desaceleración fuerte y dolorosa” en [CE – Noviembre 21 de 2023](#)). El gasto de los hogares registró un crecimiento de 1.1%, muy por debajo del 10.7% de 2022, mientras que el gasto público apenas creció 0.9%. Las exportaciones también se desaceleraron hasta 3.1%, en línea con el menor crecimiento de nuestros socios comerciales, pero fue la variable de demanda que más creció el año pasado.

La causa principal de este pobre desempeño de la economía fue la notable caída de 24.8% que registró la inversión, motivando así un desplome de 3.8% de la demanda interna. Corrigiendo el efecto de la variación de inventarios, la inversión fija tuvo una contracción de 8.9% que llevó la tasa de inversión a niveles de 17.8% del PIB, un mínimo no visto desde 2001 (Gráfico 2).

No es un tema menor este deterioro que viene exhibiendo la inversión. En la medida que la formación bruta de capital fijo se hace estructuralmente más baja, la capacidad productiva de largo plazo de la economía (el

Evolución del PIB real durante los últimos 30 años

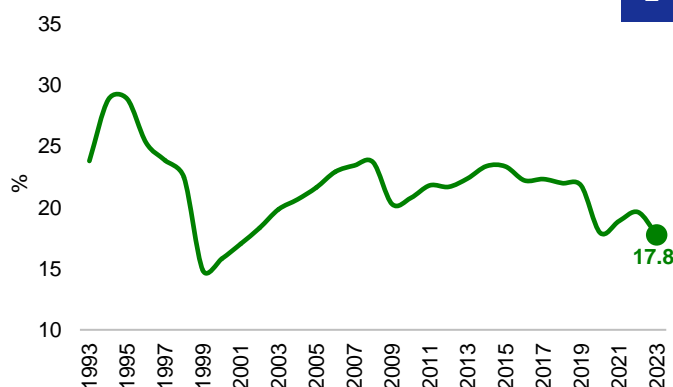
1



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Inversión fija en el PIB durante los últimos 30 años

2



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



producto potencial) también se reduce. Como consecuencia, el menor crecimiento de la producción en el largo plazo tiene implicaciones negativas sobre el bienestar general de la población como unos niveles estructurales de empleo más bajos, menores oportunidades de acceso a un empleo formal, aumento de la pobreza en sus distintas mediciones, ampliación de las brechas de ingresos, etc.

Hasta antes de 2015, más precisamente entre los años 1995 y 2014, la tasa de inversión registró niveles promedio-año de 21.5% del PIB. Durante ese mismo periodo de tiempo, el crecimiento promedio del PIB fue de 3.5% y la contribución factorial del capital fijo sobre ese crecimiento tendencial llegó a ser de 2.5 p.p. Esto significa que alrededor del 70% del crecimiento económico durante esa época se explicó por la inversión fija.

Desde 2015 hasta la actualidad, la tasa de inversión promedio-año se redujo hasta 20.4%, es decir, cerca de 1 p.p. por debajo del promedio del periodo 1995-2014. El crecimiento del PIB en estos años se redujo hasta 2.7%, a su vez que la contribución del capital fijo sobre el crecimiento del PIB fue en términos prácticos 0 p.p. (Gráfico 3).

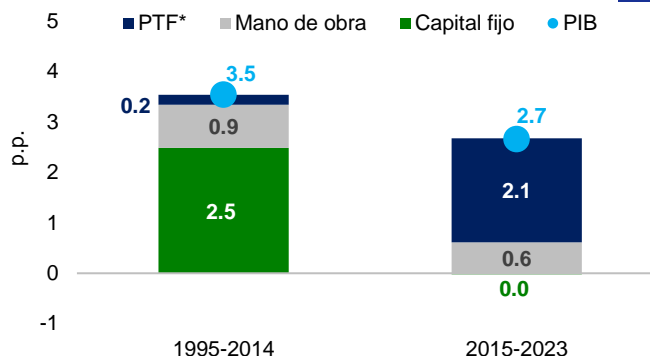
Esta evidencia empírica de los últimos casi 30 años sugiere algunos aspectos relevantes. En primer lugar, al tiempo que se redujo en 1.1 p.p. la tasa de inversión entre los periodos analizados, la contribución factorial del capital fijo al crecimiento del PIB se redujo en 2.5 p.p. (Gráfico 3).

Segundo, controlando la contribución del factor trabajo, es importante advertir que esta estimación arroja un componente residual muy elevado (2.1 p.p.) que no se explica por el capital fijo ni por el trabajo. Esto podría sugerir contribuciones importantes asociadas a otros factores intensivos en capital humano o en tecnología, típicamente involucrados en la generación de valor agregado en ramas de actividad del sector terciario de la economía como los servicios.

En tercer y último lugar, valdría la pena preguntarse qué sucedería con el crecimiento tendencial del PIB si la tasa de inversión se hace estructuralmente más baja. **De acuerdo con nuestras estimaciones, una disminución permanente de la tasa inversión hacia los niveles actuales de 17%-18% del PIB reduciría el crecimiento**

Contribuciones factoriales al crecimiento del PIB

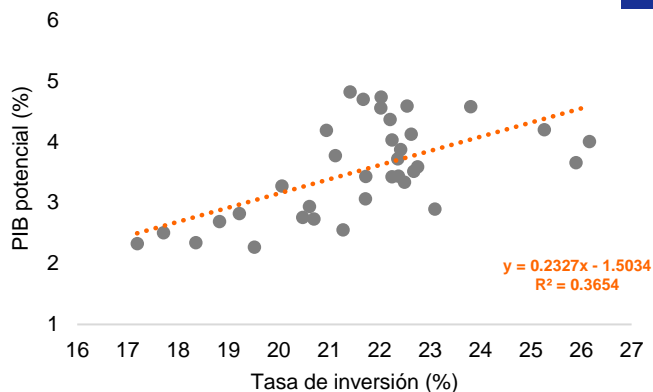
3



Fuente: Cálculos Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.  
\*Productividad Total de Factores (PTF).

Sensibilidad del PIB potencial a la tasa de inversión

4



Fuente: Cálculos Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



**de largo plazo de la economía hasta ritmos del 2%**, muy por debajo del actual 2.7% - 3% que se acepta en consenso, algo que se deduce de una sensibilidad de 0.2 p.p. del PIB potencial ante una variación de 1 p.p. en la tasa de inversión (Gráfico 4). Como lo discutimos anteriormente, este menor crecimiento tendencial del PIB tendría consecuencias nefastas para la economía y el bienestar general del país.

## Resultados en 4T23

El crecimiento del PIB en 4T23 fue 0.3%<sup>1</sup>, por debajo del 0.7% que estimábamos (ver sección de “Actividad económica” en [IMCE – Febrero de 2024](#)). Por el lado de la **demanda**, y en línea con lo que comentamos previamente, el lastre del crecimiento al cierre de 2023 volvió a ser la formación bruta de capital, la cual registró una caída de 27.2% y completó cuatro trimestres consecutivos de contracciones. Excluyendo el periodo de pandemia en 2020, los niveles de la inversión continúan siendo los más bajos desde 2010 (Gráfico 5).

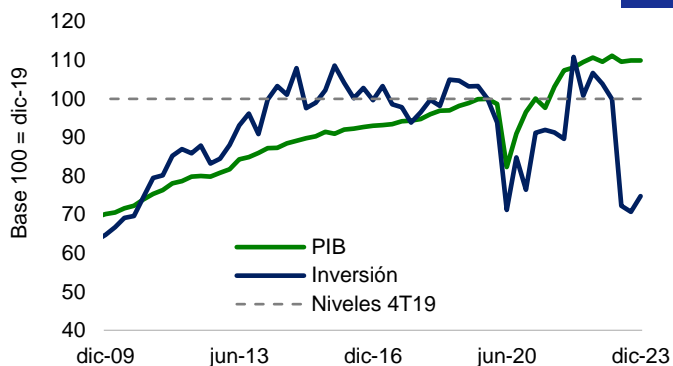
Controlando las variaciones de inventarios, la inversión fija tuvo una fuerte caída de 14% y profundizó la tendencia del último año (Gráfico 6), siendo de paso el peor registro de la formación bruta de capital fijo desde 3T20. Este resultado se sustenta por una fuerte caída 25.7% de la inversión en maquinaria y equipo, así como por un retroceso de 9.8% de la inversión residencial.

El gasto de los hogares tuvo un crecimiento prácticamente nulo de 0.1%, también siendo el más bajo desde 3T20. El consumo de bienes se contrajo 1.6%, afectado principalmente por caídas de 5.3% y 4.7% del consumo de bienes durables y semidurables, respectivamente. El gasto de los hogares en servicios se estabilizó en 4T23 con un crecimiento de 1.5%, similar al 1.4% de 3T23.

Por su parte, el gasto público creció apenas 0.2%, por debajo del 2.6% del trimestre anterior. Esto obedece en gran medida a la baja ejecución presupuestal pública en 2023, consistente con la necesidad del Gobierno de ajustar y priorizar líneas de gasto para dar cumplimiento a la regla fiscal.

Evolución histórica de la inversión en el PIB\*

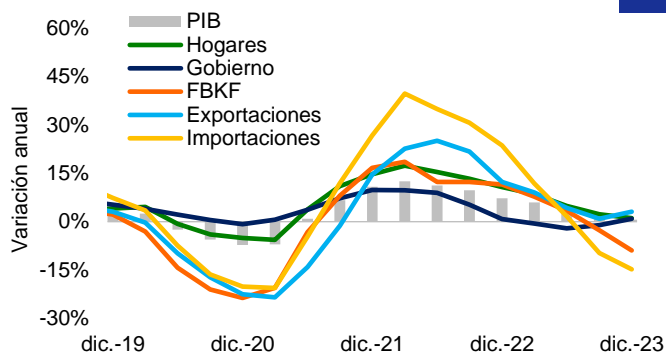
5



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

Tendencias del PIB por el lado de la demanda\*

6



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

<sup>1</sup> De aquí en adelante, todas las tasas de crecimiento a las que hagamos referencia son variaciones anuales, excepto en los casos donde se especifique lo contrario.



De esta forma, la demanda interna completó tres trimestres consecutivos de caídas y registró una contracción de 4.1%. Este comportamiento se explica mayoritariamente por el desplome de la inversión que describimos en líneas pasadas, pues su contribución en el resultado de la demanda interna del último trimestre fue del 65%.

Las exportaciones netas volvieron a contribuir de forma positiva al crecimiento del PIB y le aportaron 3.7 p.p., contrarrestando en buena medida el desplome de la demanda interna. Las exportaciones crecieron 6.6%, el más alto desde 3T22 y en línea con un buen comportamiento de la demanda externa (crecimiento de nuestros socios comerciales). Por su parte, las importaciones cayeron 12.8%, siendo su tercera caída consecutiva y coherente con el deterioro visto en la demanda interna, en particular con la inversión fija.

Por el lado de la **oferta**, el sector secundario sigue siendo el más castigado por el mal momento de la inversión fija y exhibió la dinámica más pobre dentro de las principales ramas de actividad (Gráfico 4). De hecho, la producción de este sector fue la única que presentó una contracción en 4T23 con un retroceso de 2.9%, donde las actividades asociadas a la industria y la construcción cayeron 4.8% y 1.6%, respectivamente.

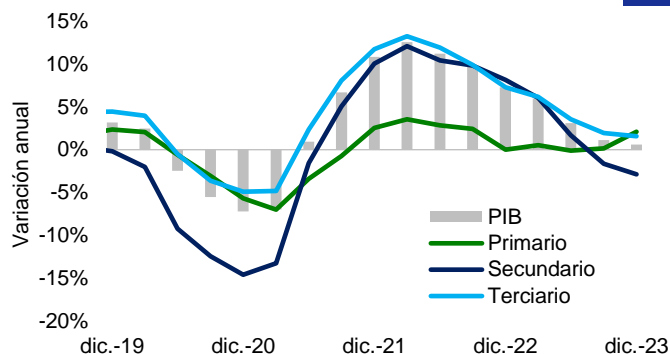
En línea con lo que habíamos advertido meses atrás (ver “Desaceleración fuerte y dolorosa” en [CE – Noviembre 21 de 2023](#)), el sector primario tuvo una recuperación importante durante la segunda mitad de 2023 (Gráfico 7). Las cifras de PIB confirmaron estas tendencias y la producción en esta cadena creció 3.7%, el ritmo de expansión más elevado desde 4T21. Allí se destaca el crecimiento de 6% del PIB agropecuario, el más alto desde 2T21, el cual compensó el pobre crecimiento de 0.3% del PIB de la minería.

Por su parte, el PIB del sector terciario creció 0.9% en 4T23 y se aceleró levemente si se compara frente al registro de 0.2% de 3T23. Dentro de este sector se destacan los crecimientos de 5.5% del PIB de servicios financieros y de 3.8% del PIB del sector público, este último concentrado en actividades de administración pública, educación, salud y seguridad social.

El lastre del sector terciario fueron el PIB de comercio y el PIB de actividades de recreación-entretenimiento, ambos

Tendencias del PIB por el lado de la oferta\*

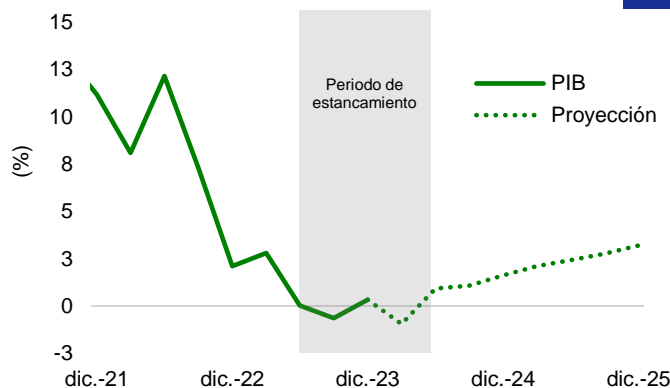
7



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

Proyecciones del PIB real para 2024-2025

8



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



muy ligados al ciclo del consumo de los hogares. En efecto, los crecimientos en estos sectores fueron negativos en -2.3% y -3%, respectivamente.

## Revisión de pronóstico

Teniendo en consideración las tendencias recientes de la actividad económica y los datos de PIB de 2023, **revisamos a la baja nuestro pronóstico de crecimiento económico para 2024 hasta 0.7%**, desde el 1.5% preliminar. Para 2025, nuestros ejercicios de pronóstico sugieren un rebote del crecimiento económico hacia ritmos de 2.6%, consistente con una política macroeconómica menos restrictiva y un ambiente más favorable para la inversión.

Las trayectorias implícitas en este pronóstico dan cuenta de crecimientos del PIB muy cercanos a 0% durante la primera mitad de 2024, apenas mejorando el crecimiento medio de -0.2% del segundo semestre de 2023. Así, esperamos que el periodo de estancamiento que actualmente atraviesa la economía se prolongue hasta mediados de este año (Gráfico 8). A partir del segundo semestre, esperamos que la economía inicie una senda de recuperación hacia crecimientos promedio de 1.3% que se acelerarían en el transcurso del año 2025.



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.

---