

Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Las recientes cifras de PIB real confirmaron nuestras expectativas de que el choque de 2T21, generado por los problemas de orden público y bloqueos viales, tuvo una afectación menos severa frente a lo estimado inicialmente. En efecto, en el comparativo entre trimestres, el PIB registró una caída de 2.4% frente a 1T21, que resultó ser de una magnitud inferior a la contracción de 5% que preveíamos hacia comienzos del mes de mayo. En términos anuales, la economía se expandió un 17.6%, aunque en buena medida producto del efecto de baja base de comparación en 2T20.*
- *La información más reciente con corte al mes de julio, así como los datos de alta frecuencia a tiempo real de agosto, sugieren que la economía se habría recuperado muy rápidamente del bache creado por el choque de 2T21. Somos optimistas de cara a lo que resta del año y creemos que el proceso de reactivación económica seguirá avanzando, no sólo por la resiliencia que ha mostrado la economía recientemente, sino también por el avance en el proceso de vacunación, el soporte de política monetaria-fiscal expansiva y una mejora sustancial en los términos de intercambio. Estimamos un rebote del PIB en 2021 hasta una expansión del orden de 7.7%.*
- *Según nuestras estimaciones, la brecha del producto se mantendría ampliamente negativa en 2021, pero tocaría fondo este año en la medida que el proceso de reactivación económica continúe. Si bien los niveles de incertidumbre permanecen elevados, nuestros cálculos sugieren que a partir de 2022 la brecha negativa del producto comenzaría a cerrarse, aunque los excesos de la economía persistirían al menos hasta el año 2023. En este entorno, existen razones para esperar que variables rezagadas como la tasa de desempleo puedan mostrar algunas leves mejoras de cara a los próximos años, aunque con un optimismo más moderado frente a los estimativos de crecimiento.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9984

Camila Martínez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 6771

Brayan R. Fonseca
Practicante
brayan.fonseca@bancoagrario.gov.co
Teléfono: 5945555 Ext. 9003

Tomando fuerza pese a la adversidad

Los recientes acontecimientos de orden público en el país se vieron reflejados en los resultados del PIB de 2T21, como era de esperarse, pero sus efectos fueron de una magnitud inferior a lo estimado preliminarmente. El gasto interno de la economía mantiene una dinámica muy favorable, apoyado por un consumo privado robusto que ha superado los niveles prepandemia, pero también por el soporte de una política fiscal contra-cíclica que se ha visto reflejado en un mayor gasto público dentro de las cuentas nacionales. Aunque la inversión y las exportaciones también han mejorado, todavía se sitúan por debajo de sus valores prepandemia.

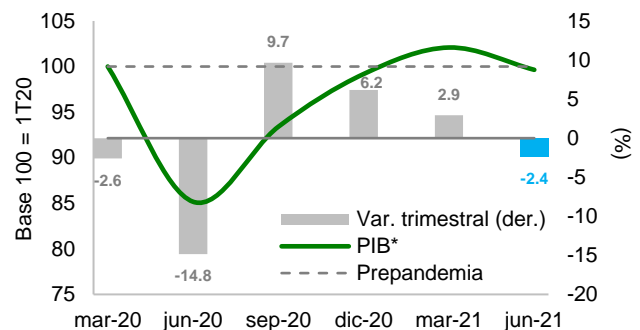
Por el lado de la oferta, el segmento de sectores de servicios recuperó recientemente sus niveles prepandemia, en línea con la favorable dinámica del gasto de los hogares. Los sectores primario y secundario se mantienen rezagados, en buena medida porque los efectos del paro nacional se sintieron con particular intensidad en estos sectores, especialmente en la construcción y la industria.

El choque de 2T21 sí tuvo efectos importantes en los costos al productor y los precios al consumidor, especialmente en los precios de los alimentos. Sumados otros choques de carácter externo que han afectado los precios, las cifras disponibles de IPC sugieren, con una probabilidad de ocurrencia elevada, que la inflación al consumidor cerraría por encima del límite superior del rango meta de BanRep (en nuestro próximo IMCE haremos un análisis detallado al respecto). Además, aunque los excesos de capacidad instalada en la economía se mantienen, los resultados recientes del PIB, así como los ejercicios de pronóstico a horizontes de política, sugieren que dichos excesos deberían irse cerrando y motivando una postura ligeramente menos expansiva de la política monetaria.

En este entorno, la situación del mercado laboral ha mejorado, consistente con el proceso de reactivación económica. Sin embargo, su situación continúa siendo frágil y la velocidad de recuperación de empleos formales se ha rezagado recientemente, en parte por

las rigideces que adolecen las estructuras de contratación de empleo formal. Dados unos excesos de capacidad instalada que se mantendrían al menos por los próximos 2 años, y unas vulnerabilidades que persisten producto de la pandemia, las perspectivas en materia de desempleo son menos optimistas en relación con el PIB. Los esfuerzos en materia de apoyo a la creación de empleos formales, que viene ejecutando el Gobierno desde al año pasado, han sido un amortiguador fundamental que ha evitado un desajuste aún mayor en el mercado laboral.

Gráfico 1. Evolución del PIB real durante el COVID-19



Fuente: DANE. *Serie ajustada por estacionalidad y efecto calendario.

La rebaja en la nota crediticia de Colombia por las agencias calificadoras Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings, si bien ha incrementado la percepción de riesgo soberano, tuvo un impacto relativamente moderado sobre la tasa de cambio y los costos de financiamiento. En buena medida, dicho evento estaba altamente descontado por los mercados. Pero más allá de eso, lo anterior es consistente con la alta credibilidad de los inversionistas en la institucionalidad y los fundamentos macroeconómicos del país, lo cual mantiene intacto el acceso al financiamiento soberano con los mercados. Muestra de ello es la fuerte demanda de TES por parte de los inversionistas extranjeros, que durante los últimos 4 meses registra un acumulado de 12 billones de pesos, superior al flujo total de compra de todo 2020 que ascendió a 10.9 billones.

Estos elementos son también claves para la permanencia de una postura fiscal expansiva que apoye el proceso de recuperación económica vía un mayor gasto público, con un enfoque en inversión

productiva y social, tal como lo ha manifestado el Gobierno y que ha sido su apuesta en el marco de esta crisis.

A continuación, presentamos nuestra más reciente actualización de proyecciones de PIB, teniendo en cuenta el estado actual de la economía y la nueva información disponible.

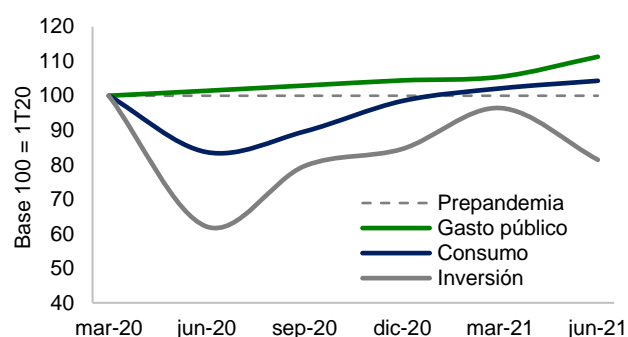
Resultados PIB 2T21

Tomando los datos corregidos por efectos estacionales y de calendario, que permiten hacer un comparativo inter-trimestral, el PIB real en 2T21 se contrajo 2.4% frente al trimestre anterior, dando cuenta de los efectos negativos del choque sufrido en abril-mayo sobre la economía. De hecho, los niveles del PIB volvieron a situarse ligeramente por debajo de los valores prepandemia (Gráfico 1), luego de los muy positivos registros de 1T21 que ya daban cuenta de un nivel del producto incluso superior a esos valores.

Sin embargo, tal como lo habíamos advertido en un informe pasado, la magnitud del choque fue inferior a lo previsto inicialmente, resaltando de esta forma la resiliencia de la economía a eventos adversos de esta naturaleza (ver “Sin perder el optimismo” en [Informe Mensual de Coyuntura Económica – Junio 29 de](#)

[2021](#)). En efecto, aunque el resultado de 2T21 no es satisfactorio per se, la contracción trimestral del producto fue más modesta frente a los estimativos preliminares, los cuales apuntaban a una caída trimestral del PIB del orden de -5%.

Gráfico 2. Variables de demanda interna en COVID-19



Fuente: DANE. Series ajustadas por efecto estacional y calendario.

Desde la óptica de demanda, el consumo de los hogares, que representa un poco más del 70% del PIB, no se vio afectado por los problemas de orden público de 2T21 y de hecho se expandió 2.2% frente a 1T21. La postura expansiva de la política fiscal también ha apoyado el comportamiento de la demanda interna, algo que se vio reflejado en un significativo incremento trimestral de 5.5% del gasto público, el más alto de los últimos 5 años.

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

Sectores económicos	2T20	1T21	2T21	Participación (%)	Cambio en contribución (p.p.)
Primario	-9.7	-4.3	5.1	10.5	1.0
Agropecuaria	-0.2	3.7	3.8	6.4	0.0
Minería	-21.4	-14.8	7.1	4.2	0.9
Secundario	-26.3	2.0	24.4	19.7	4.4
Industrias manufactureras	-24.9	7.0	32.5	11.8	3.0
Electricidad, gas y agua	-8.5	-1.3	9.1	3.0	0.3
Construcción	-36.9	-6.6	17.3	4.9	1.2
Terciario	-13.1	2.0	17.4	60.1	9.3
Comercio, transporte, hotelería y restaurantes	-34.1	-0.9	40.3	15.8	6.5
Información y comunicaciones	-5.3	2.6	10.0	3.0	0.2
Financiero y seguros	1.0	4.9	3.3	5.0	-0.1
Inmobiliario	1.7	1.8	2.1	9.7	0.0
Profesionales, científicos y administrativos	-10.6	1.5	14.4	7.1	0.9
Educación, salud, SS y administración pública	-2.3	3.4	9.0	16.2	1.0
Arte, cultura, recreación y entretenimiento	-33.7	9.6	83.8	3.3	2.5
Valor agregado	-15.9	1.1	17.1	90.3	14.5
Impuestos	-14.6	1.6	22.1	9.7	2.0
PIB	-15.7	1.1	17.6	100	16.5

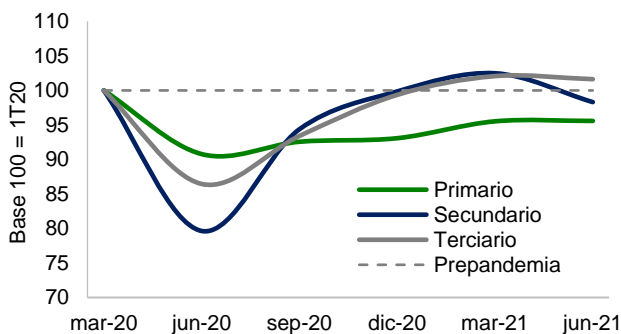
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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

Como era de esperarse, la inversión fija fue la más sensible a los acontecimientos recientes en el país y se contrajo 15.5% frente al trimestre anterior, siendo el único componente de la demanda interna que se deterioró en 2T21 y que permanece por debajo de sus niveles prepandemia (Gráfico 2). Las exportaciones también se resintieron en 2T21 y cayeron 3.9% frente al trimestre anterior. Por su parte, las importaciones aumentaron 6.5% frente a 1T21, motivadas por un mejor comportamiento de la demanda interna de la economía.

En términos de su variación anual, tomando las series sin ajustes de estacionalidad y efecto calendario, el PIB registró un crecimiento de 17.6% en 2T21, un número que mayoritariamente se sustenta por los efectos de una baja base estadística de comparación en 2T20. La cadena secundaria de producción, que fue la más afectada por las restricciones impuestas el año pasado para el control de la pandemia, registró la tasa de crecimiento más alta con 24.4%, donde sobrepasa el sector de industrias manufactureras con una expansión del 32.5% (Tabla 1). No obstante, en el comparativo inter-trimestral, el sector secundario registró una contracción de 4.1% frente a 1T21, cayendo nuevamente a niveles inferiores a sus valores prepandemia (Gráfico 3). Los efectos del choque reciente se sintieron particularmente en las industrias manufactureras, donde la contracción trimestral de su producto fue de 5.3%.

Gráfico 3. Grandes sectores de la economía en COVID-19



Fuente: DANE. *Series ajustadas por efecto estacional y calendario.

El sector terciario de la economía, que incorpora los segmentos productivos asociados a los servicios, registró una expansión anual de 17.4%. Allí se

destaca la rama agregada de actividades de arte, cultura, recreación y entretenimiento con un extraordinario crecimiento del 83.8%, seguida por comercio, transporte, hotelería y restaurantes, cuyo crecimiento fue del 40.3% (Tabla 1). Ambos subsectores están muy ligados a la dinámica del gasto de los hogares, por lo que sus resultados del último trimestre son consistentes con unas mejoras evidentes en el consumo privado. Más aún, en el entendido que los servicios fueron los menos afectados por el choque de 2T21, sus niveles de valor agregado fueron los únicos que se mantuvieron por encima de sus registros prepandemia en 2T21 (Gráfico 3).

La expansión anual del sector primario fue de 5.1%, inferior a los registros del sector secundario y terciario (Tabla 1). Sin embargo, es importante señalar que la operación de estas ramas de actividad, que incluye el sector agropecuario y la minería, fue la menos afectada en términos de las restricciones impuestas a su capacidad productiva en 2T20, razón por la cual el efecto de base de comparación es también inferior.

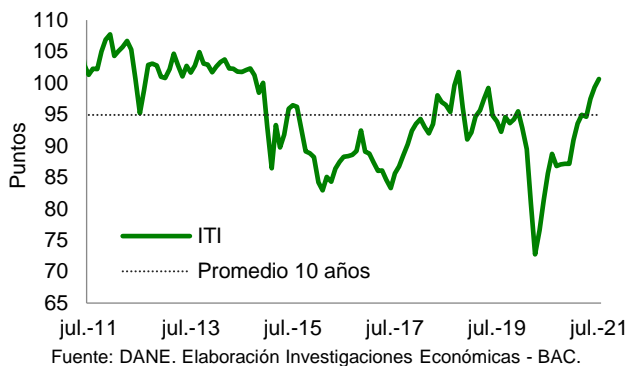
El sector agropecuario mantuvo una dinámica relativamente favorable en 2T21, a pesar de las limitaciones generadas por la situación de orden público en el país, anotando un crecimiento anual de 3.8%. Buena parte de este resultado se sustenta en un sobresaliente crecimiento de 9% del subsector de ganadería y de 8.1% de los subsectores agrícolas diferentes al cafetero. De hecho, el PIB cafetero fue el lastre de los resultados consolidados de 2T21 en el agro, cuya producción anotó una caída anual de 18.5% en 2T21. Este resultado da cuenta de los efectos negativos de los bloqueos viales y las consecuentes interrupciones para movilizar la carga que terminaron afectando la producción.

Perspectivas 2021-2022

La información más reciente de actividad económica con corte al mes de julio, así como varios datos de alta frecuencia a tiempo real en agosto, sugieren que la economía se habría recuperado muy rápidamente del bache creado por el choque de 2T21. De hecho, como

lo explicamos anteriormente, dicho choque tuvo una intensidad menos severa frente a lo esperado preliminarmente. Por esta razón, somos optimistas de cara a lo que resta del año y creemos que el proceso de reactivación seguirá avanzando, no sólo por la resiliencia y buena tracción que ya ha mostrado la economía recientemente, sino también por la expectativa de que el proceso de vacunación se siga acelerando en el país y se logre la meta del 70% de la población vacunada hacia finales de año.

Gráfico 4. Términos de intercambio en últimos 10 años



Existen, además, otros factores que motivan una perspectiva favorable de cara a 2022. A saber: i) la notable tracción que ha ganado el gasto de los hogares, superando a la fecha los niveles prepandemia; ii) el soporte de política fiscal y monetaria que se mantendrá en terreno expansivo, a pesar de algunos ajustes previsibles en materia monetaria que, en cualquier caso, mantendrán la postura en terreno acomodaticio; y iii) unos mayores términos de intercambio que se sitúan por encima de su promedio de 10 años (Gráfico 4), mejorando de esta forma las perspectivas del ingreso nacional, de capacidad de gasto de la economía y, en consecuencia, del crecimiento económico.

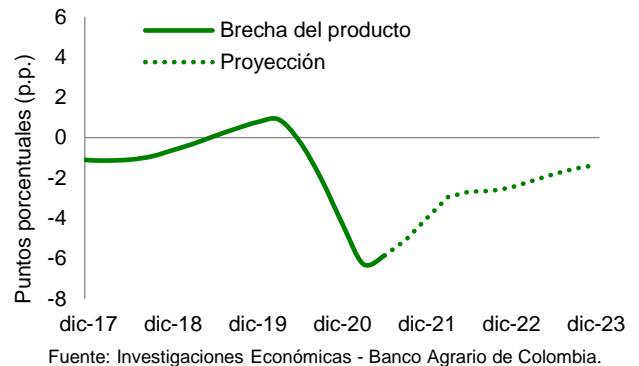
Por todo lo anterior, **revisamos al alza nuestro pronóstico de crecimiento económico para todo 2021 hasta 7.7%**, lo que equivale a una mejora de 1 p.p. en comparación a la previsión anterior. Para 2022, estimamos una variación de 3.5% en el PIB real, lo

cual es consistente con un ajuste previsto para ese año en la postura expansiva de política económica.

Excesos de capacidad instalada en ajuste

Tomando en consideración todo lo anterior, según nuestros cálculos, la brecha del producto se mantendría ampliamente negativa en 2021, aunque tocaría fondo este año en la medida que el proceso de reactivación económica avance. Nuestras estimaciones sugieren que a partir de 2022 la brecha negativa del producto comenzarían a cerrarse, pero los excesos persistirían hasta el año 2023 (Gráfico 5), algo que el propio BanRep ya resaltó en su último informe de política monetaria¹.

Gráfico 5. Trayectoria brecha del producto en Colombia



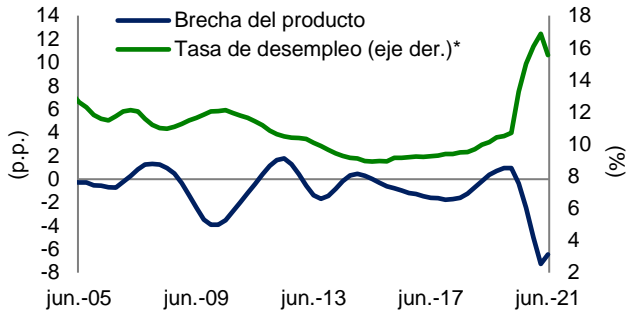
Con los cálculos actuales, la magnitud y duración de los excesos de capacidad instalada serían inferiores a lo previsto inicialmente. Si bien el reciente repunte de la inflación núcleo (inflación al consumidor sin alimentos ni bienes y servicios regulados) podría estar asociado parcialmente a un mejor comportamiento del gasto de los hogares, creemos que buena parte de dicho resultado se explica por: i) la reversión de los alivios al consumidor de 2020 sobre estos precios; y ii) una rápida transmisión de los mayores costos al productor hacia los precios al consumidor, suscitados por choques de oferta internos y externos.

De hecho, la inflación núcleo se sitúa por debajo de la meta de BanRep y las proyecciones para 2021 y 2022

¹ Ver Informe de Política Monetaria (IPoM) de Julio de 2021 haciendo clic [aquí](#).

dan cuenta de una convergencia gradual hacia la meta, coherente con el cierre progresivo de la brecha negativa del producto. Las expectativas de inflación también dan cuenta de este ajuste gradual en los excesos de capacidad en la economía y en los horizontes de política monetaria se sitúan relativamente cerca de la meta de 3%.

Gráfico 6. Brecha del producto vs tasa de desempleo



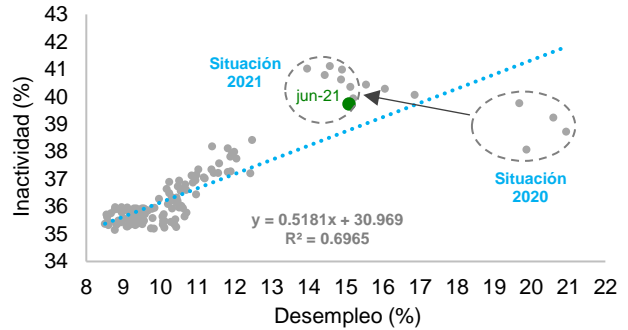
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Serie original suavizada con un promedio móvil de 12 meses.

Otra variable que también es importante monitorear en este entorno de mejores perspectivas macroeconómicas, y ajuste gradual de la brecha del producto, es la tasa de desempleo. Las condiciones del mercado laboral se mantienen frágiles, la generación de empleo formal se ha estancado y la tasa de desempleo persiste en niveles altos. Una brecha del producto negativa es consistente con un desempleo alto, como empírica e históricamente ha sido el caso en la economía colombiana (Gráfico 6), y es de esperar que en la medida que dichos excesos se mantengan, la tasa de desempleo también permanezca elevada.

Sin embargo, en la medida que los excesos de capacidad se reduzcan durante los próximos años, es razonable esperar una ligera reducción en los niveles de desempleo, que actualmente bordean el 15%. Es importante resaltar que, frente a los máximos registrados en 2020, los niveles de inactividad en el mercado laboral han descendido a una velocidad inferior que los del desempleo activo (Gráfico 7). Esto es una señal de presión estructural en el desempleo, lo cual es coherente con las rigideces que enfrenta la demanda de empleos formales en el mercado laboral y con unas perspectivas de corto plazo que no son tan

positivas en función de un mayor crecimiento económico (por el efecto rezagado que existe entre crecimiento y desempleo).

Gráfico 7. Fuerza friccional vs estructural en el desempleo



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este sentido, **esperamos que el desempleo finalice el año 2021 en niveles cercanos al 14.3%**, y para 2022 estimamos un descenso hasta 12.6%. En ambas vigencias, los niveles de desempleo esperados continuarían en niveles de dos dígitos, aunque con algunas leves mejoras que son consistentes con lo explicado 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 members of Economic Research area 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.
