

No. 1599

Marzo 18 de 2024

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente de ANIF

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidenta de ANIF

Fabián Suárez N.
Investigador Jefe (E) de ANIF

Investigadores

Laura Llano C.
María Camila Carvajal P.
Ana María Castiblanco L.
María Camila Oliveros M.

Asistentes de Investigación

Laura Castaño O.
Sofía Vega A.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

TASAS DE INTERÉS E INCERTIDUMBRE: EL POR QUÉ DETRÁS DE LA BAJA INVERSIÓN

- Colombia pasó de registrar un crecimiento de 10,8% en 2021 a 0,6% en 2023.
- El crecimiento reciente fue impulsado, principalmente, por el consumo privado (1,1%). En contraste, la inversión cerró el 2023 con una caída de 8,9%.
- La subida en las tasas de interés afectó el dinamismo económico en la mayor parte de países de la región. Colombia parece ser el más afectado.
- Además de los desincentivos monetarios, la incertidumbre interna ha jugado un rol importante. El aumento del riesgo país y la devaluación guardan una estrecha relación con la caída en la inversión de la región en general y de Colombia en particular.
- Colombia es quién más ha perdido terreno entre los principales países de Latinoamérica en el índice de libertad económica con respecto al 2019. Se encuentra un 12% por debajo del nivel prepandemia.
- Es imperativo que el ejecutivo brinde mensajes de tranquilidad que propicien un ambiente de negocios favorable para la inversión y faciliten el crecimiento de largo plazo.

Hablar de inversión y crecimiento parece algo trivial. Su relación ha sido ampliamente estudiada por la teoría económica y muestra que sin la primera no se puede lograr crecimiento sostenido de largo plazo. De manera reciente, los distintos choques económicos experimentados por la región permiten retomar esa discusión. En el caso particular de Colombia, su economía pasó de alcanzar crecimientos de 10,8% en 2021 y de 7,3% en 2022, a registrar un pobre desempeño en 2023 de tan solo 0,6%. Si bien este comportamiento responde al efecto rebote que trajo consigo la reactivación económica luego de la pandemia, al revisar los componentes de la demanda que explicaron esa dinámica, se observa un fuerte impulso del consumo privado que creció por encima del producto (1,1%) pero una abrupta caída de la formación bruta de capital fijo (-8,9%).

En ese sentido, vale la pena entender cuáles son los factores que han repercutido en la caída de la inversión en el país. El primer elemento se remonta a la reactivación económica post covid. Luego de que se levantaran las medidas restrictivas en el país, la autoridad monetaria estimuló el consumo privado disminuyendo las tasas de interés. Esa misma reducción de tasas y la mejora en las condiciones internas de crecimiento, que impulsaron las importaciones, impactaron positivamente la inversión que cerró el 2021 con un crecimiento de 16,7%.

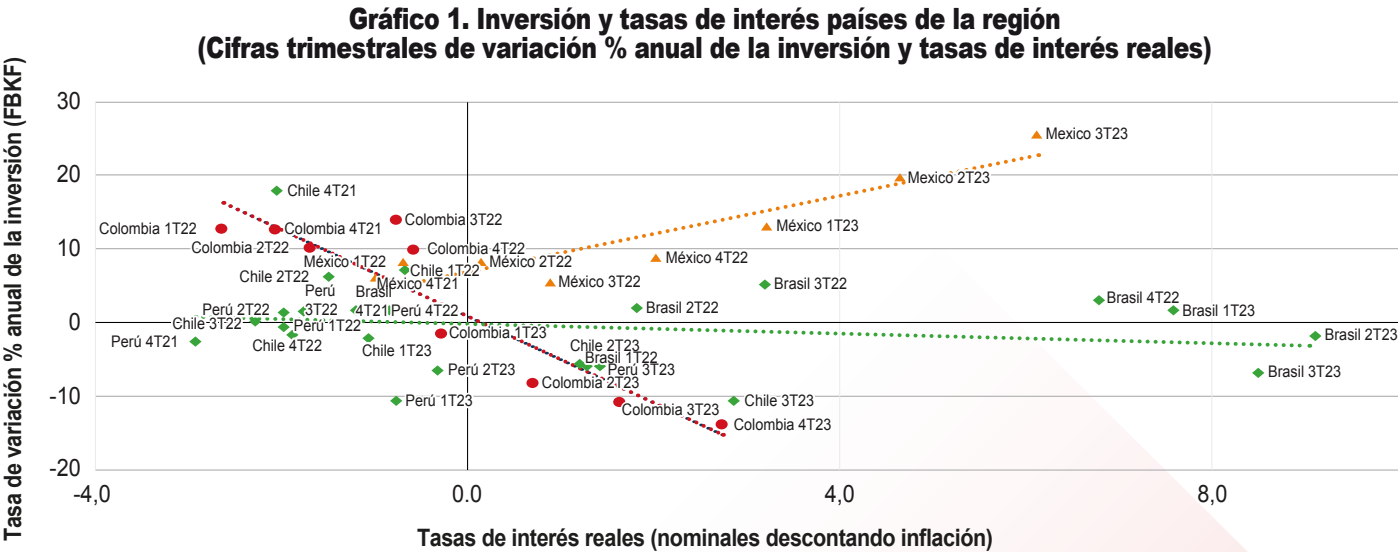
Marzo 18 de 2024

Sin embargo, el crédito barato trajo presiones de demanda que presionaron al alza el nivel general de precios. Para controlar la inflación, el Banco Central inició una serie de escaladas de su tasa de intervención para frenar el consumo. Ese escenario se replicó en la mayoría de los países que registraron niveles de inflación superiores a los observados en este siglo. Esos incrementos repercutieron en la moderación de la dinámica económica. En ese sentido, es plausible pensar que el endurecimiento en las condiciones de crédito impactó a su vez la inversión, haciéndola más costosa y por lo tanto más difícil de materializar.

Como puede observarse en el Gráfico 1, para países vecinos, el incremento en las tasas de interés redujo sustancialmente el crecimiento de la formación bruta de capital fijo (a excepción de México). En particular, Colombia es el país más afectado pues la relación entre las tasas reales de interés y la va-

riación anual de la inversión es más negativa que, por ejemplo, Brasil. En parte, eso obedece a que el Banco de la República inició su escalada de manera tardía en comparación con sus pares y tuvo que mantener sus tasas altas por más tiempo.

Ahora, si bien es cierto que el crédito costoso desincentiva las decisiones de inversión del sector empresarial, también hay otros factores que deben tenerse en cuenta. Uno de los más importantes es el clima de negocios. De manera puntual, a raíz del cambio en el manejo de la política económica en Colombia, el país ha transitado momentos de incertidumbre sobre las condiciones y reglas de juego existentes. Los anuncios provenientes de la actual administración sobre el incremento desmedido en el gasto público, la cancelación de nuevos contratos de exploración y explotación de *commodities*, la intromisión en la toma de decisiones de entidades independientes y la intervención de organismos re-



Fuente: cálculos ANIF con base cifras de la OCDE, Oficinas de Estadísticas de diferentes países y DANE.

Marzo 18 de 2024

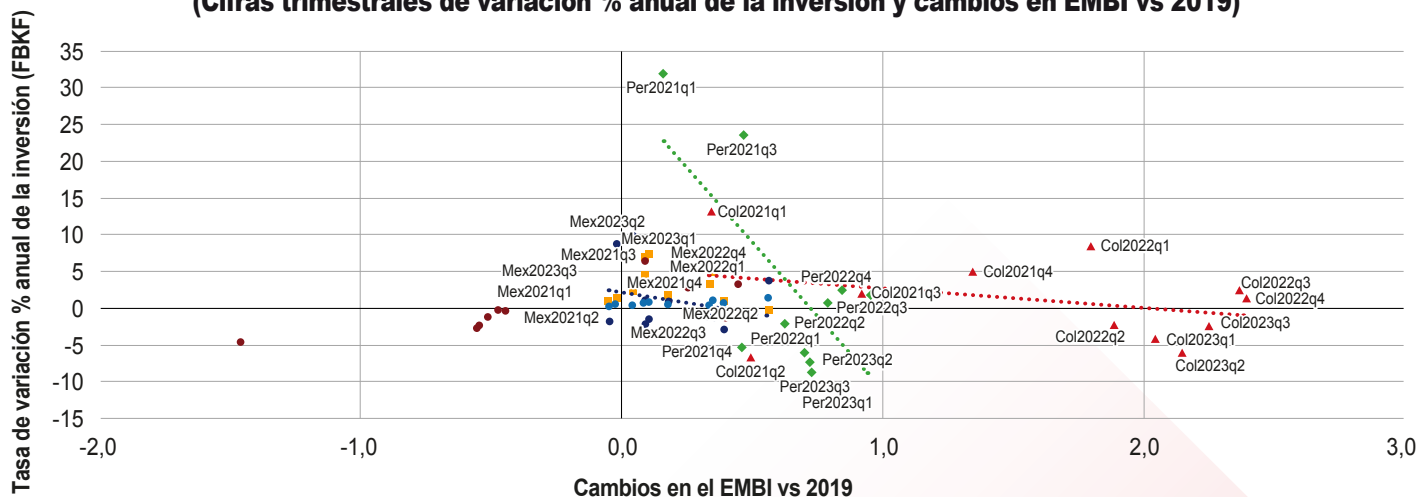
gulatorios del Estado, han generado zozobra en los inversionistas. Eso, entre otras cosas, ha encarecido la emisión de deuda, especialmente desde el 2022.

Por esa razón, un buen termómetro para medir si el ambiente empresarial pasa por un momento de incertidumbre es el riesgo país. Tal como lo muestra el Gráfico 2, a medida que incrementa ese indicador, (normalizado con respecto a 2019), la inversión se reduce. Se resalta además que Colombia se ubica como el país de mayor riesgo. Esa situación inició con el Paro Nacional que vivió el país en 2021 y se profundizó desde el 2022. Además, cuenta con una de las caídas más pronunciadas de la inversión en comparación con su vecindario cercano. Al dar una mirada más amplia a la región, esa situación ha sido particularmente ácida para Perú. A causa de la destitución de su presidente a finales de 2022, la percepción de riesgo en el país Inca aumentó y redujo el flujo de recursos que financian la inversión.

De la misma manera, otra de las variables proxys que dan cuenta del nivel de incertidumbre que atraviesan las economías es la tasa de cambio. Cuando las monedas locales registran fuertes y sorpresivas tasas de devaluación, son habitualmente respuesta a entornos políticos inciertos. De nuevo, Colombia es un claro ejemplo de ello. La devaluación registrada en el país, que en su punto más álgido llevó al peso a superar los 5.000 pesos (equivalente a una depreciación de 24% en 2022-Q4) pasó factura en las decisiones de inversión de los agentes. Caso similar sucede, aunque en menor medida, con Chile y México. (ver Gráfico 3)

Todo eso parece que ha llevado a que Colombia sea un país cada vez menos atractivo para invertir. Así lo refleja el índice de libertad económica de The Heritage Foundation. Este índice evalúa principalmente 4 aspectos: Estado de derecho, el tamaño del gobierno, la eficiencia regulatoria y la apertura.

Gráfico 2. Inversión y EMBI países de la región
(Cifras trimestrales de variación % anual de la inversión y cambios en EMBI vs 2019)



Fuente: cálculos ANIF con base cifras de la OCDE, Oficinas de Estadísticas de diferentes países y DANE.

Marzo 18 de 2024

reformas (tributaria, salud, pensional, laboral, educativa) y el cese a la exploración de nuevos recursos petroleros dieron paso a las primeras alertas de cambios estructurales en el país. Sin embargo, no fue sino hasta 2023 que los temores comenzaron a materializarse en cambios de las reglas de juego, particularmente en el sector constructor, clave para la inversión; las decisiones unilaterales sobre la estructura de financiamiento de las obras de infraestructura en el país y el cambio en la estructura de asignación del programa líder en vivienda fueron afectados por las decisiones del gobierno en curso.

Esos hechos mantienen en 2024 bajas expectativas de mejora en el clima de negocios. La poca claridad en la primera versión del decreto de liquidación del Presupuesto General de la Nación 2024, junto con los anuncios de la intervención del presidente en los recursos comprometidos en vigencias futuras marcan el inicio de un año con niveles de incertidumbre persistentemente altos. Es así como la transición y cambio de norte en la política económica del país han jugado un papel importante en ese resultado. No es de extrañar que el deterioro del índice se desprenda principalmente de las presiones fiscales y de la libertad de inversión y de negocios.

En suma, la importancia de la inversión sobre el crecimiento es indudable. Luego de la reactivación

económica, los desincentivos monetarios lograron hacer meya en el crecimiento de la formación bruta de capital en los países de la región y Colombia no fue la excepción. Además de esa mirada a las condiciones económicas, vale añadir que el entorno político y de negocios ha jugado un rol preponderante en los niveles de inversión. Si bien la relación entre el riesgo país y la tasa de devaluación con el capital fijo no aplica de forma uniforme para los principales países latinoamericanos, en el caso colombiano la situación es distinta. Los factores de riesgo internos se han manifestado en esos indicadores económicos y parece que alteraron las decisiones de inversión. A cierre de 2023, la formación en capital fijo se encuentra 10,5% por debajo de lo que tenía el país en 2019 – Q4.

Es imperativo que las señales provenientes del ejecutivo sean claras y den certeza al mercado sobre las reglas de juego. Con un pobre crecimiento de 0,6%, Colombia está lejos de avanzar en la lucha contra la pobreza y la desigualdad. Crecer cerca al nivel potencial solo será una realidad si se logran mantener tasas de ahorro e inversión altas en el largo plazo. El crecimiento impulsado por el consumo interno se agota y podría traer consecuencias en términos de déficit comercial, de no lograr suplir la demanda e impulsar el aporte que la inversión tiene sobre el producto.

Marzo 18 de 2024

INDICADORES ECONÓMICOS						
\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL						
		1º marzo 2024	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		174.902	1,0	1,2	-4,5	-4,4
2. Base monetaria (B)		146.465	3,8	1,1	-1,5	0,5
3. Efectivo		108.869	1,1	-0,4	-2,1	2,5
4. Cuentas corrientes		66.034	0,8	3,9	-8,2	-13,9
5. Cuasidineros		593.356	7,5	8,0	13,0	21,5
6. Total ahorro bancos comerciales		292.567	1,2	-4,0	-3,4	-1,4
7. CDTs		300.789	14,5	21,9	35,5	63,3
8. Bonos		28.054	-11,4	-11,7	-10,1	-8,9
9. M3		816.244	5,0	5,9	7,6	12,8
10. Cartera total		624.477	1,0	0,9	3,3	15,4
11. Cartera moneda legal		609.565	2,3	1,9	4,5	15,2
12. Cartera moneda extranjera		14.912	-32,4	-27,8	-29,0	22,6
13. TES(2)		511.326	12,9	10,5	24,5	10,9
14. I.P.C.	Ene		8,35	9,28	10,48	13,25
15. IPC sin alimentos	Ene		9,69	10,33	10,51	10,43
16. IPC de alimentos	Ene		2,96	5,00	10,36	26,18
17. TRM (\$/US\$)	Mar18	3.884,64	-20,18	-21,11	-17,61	27,51

VALORES ABSOLUTOS						
18. Reservas internacionales(3)			60	60	60	57.392
19. Saldo de TES (\$MM)			511.326	506.082	498.557	455.133
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Mar18	\$ 363,9548	\$ 360,6003	\$ 357,1292	\$ 336,1060	
21. DTF efectiva anual	Mar 18 - Mar24	10,88	11,09	12,68	13,49	
22. Tasa interbancaria efectiva	Mar14	12,75	12,75	13,17	12,65	

FECHAS CLAVE
Marzo 11 a 15 de 2024
LUNES 18
COL: Importaciones, enero. COL: Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), enero. China: Ventas al por menor, febrero. China: Producción industrial, febrero.
MARTES 19
Japón: Decisión de política monetaria del BoJ. Canadá: Índice de Precios al Consumidor (IPC), febrero.
MIÉRCOLES 20
Reino Unido: índice de Precios al Consumidor (IPC), febrero.
JUEVES 21
EE.UU: Decisión de política monetaria de la FED.
VIERNES 22
COL: PIB por departamentos, 2021 - 2022pr. COL: Valor agregado por municipios 2021-2022 pr. Reino Unido: Ventas al por menor, febrero.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.