

Informe Semanal

¿Cuál es el efecto sectorial de las tasas de interés altas?



¿Cuál es el efecto sectorial de las tasas de interés altas?

Jose Luis Mojica

Analista de Investigaciones
 Económicas
jose.mojica@corfi.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones
 Económicas
juan.pardo@corfi.com

- Los sectores de construcción, industria y comercio han exhibido un fuerte deterioro en su ritmo de crecimiento y uno de los factores que explican esta dinámica es el actual panorama de altas tasas de interés.
- La cartera comercial por sector revela que construcción, suministro de energía y gas, comercio e industria son los sectores con un mayor nivel de endeudamiento actualmente.
- El incremento en las tasas de interés afecta la actividad sectorial de manera heterogénea. Mientras que el canal de impacto en el sector secundario es una menor inversión, en el terciario es a través de una disminución del consumo de los hogares.
- La Junta del BanRep ha incrementado su tasa en 11,50 puntos porcentuales (p.p.) desde septiembre de 2021. En paralelo, las tasas de los créditos a constructores han aumentado 13,13 p.p. y las de créditos comerciales han avanzado 11,94 p.p.
- Calculamos además que el avance de 11,39 p.p. en la tasa de créditos de consumo y de 11,94 p.p. en la tasa de créditos comerciales (desde septiembre del 2021) disminuirá en hasta 19,4 p.p. al crecimiento de las ventas reales del comercio minorista y reducirá la producción real de la industria en hasta 10,7 p.p. a lo largo del 2024.
- Nuestros resultados sugieren que el sector constructor presenta una vulnerabilidad elevada. Las altas tasas de interés afectan la dinámica del sector por medio de un menor ritmo de iniciaciones y de ejecución de obras civiles pasados 8 y 14 meses, respectivamente.
- El aumento de 13,13 p.p. en las tasas a los constructores reducirá las iniciaciones de vivienda en hasta 6,6 p.p. y la ejecución de obras civiles en hasta 9,6 p.p. a lo largo del próximo año.

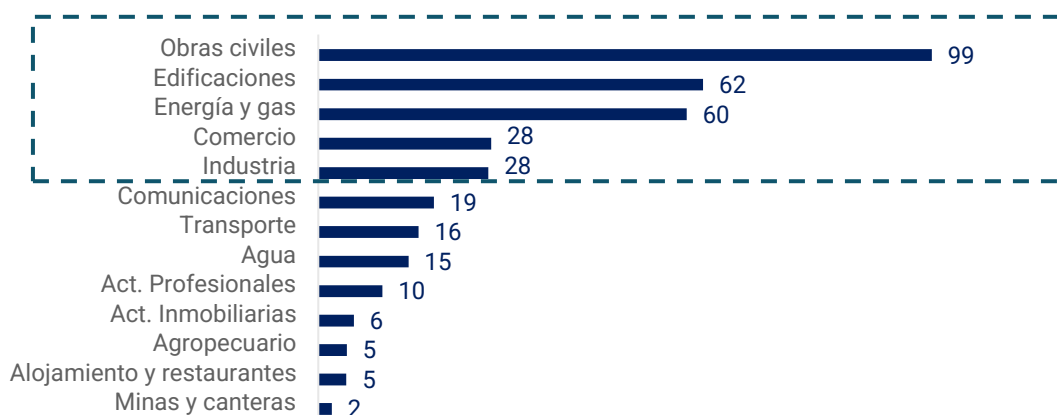
La más reciente publicación del PIB para el 3T23 reveló que los sectores de construcción, industria y comercio han exhibido un fuerte deterioro en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, y uno de los argumentos que explican esta dinámica es el actual panorama de tasas de interés. Con el propósito de contener una inflación todavía elevada, la Junta del BanRep ha incrementado su tasa en 11,50 p.p. desde septiembre de 2021. En paralelo, las tasas de los créditos a constructores han aumentado 13,13 p.p., las de créditos comerciales han avanzado 11,94 p.p. y las de consumo 11,39 p.p. Este aumento en los costos de endeudamiento para las empresas y los consumidores ha desencadenado una disminución en la inversión y el consumo de los hogares.

Ahora bien, el impacto del incremento en las tasas de interés sobre la actividad productiva es altamente heterogéneo, ya que afecta a diferentes sectores y agentes de manera dispar. Por un lado, el incremento de tasas tiene un efecto negativo en sectores altamente dependientes de la inversión, como la construcción de obras civiles y edificaciones y la industria, ya que los costos de financiamiento aumentan. En paralelo, un incremento de tasas desencadena una desaceleración del consumo apalancado de los hogares, lo que se puede traducir en un menor ritmo de actividad de sectores como el comercio y el turismo.

Una mirada a la cartera comercial por sector arroja una conclusión palpable: los sectores con un mayor nivel de endeudamiento, y por ende una mayor sensibilidad a la actual coyuntura, son construcción, suministro de energía y gas, comercio e industria. Como porcentaje del PIB, la cartera de obras civiles es de 99,4%, mientras que edificaciones y suministro de energía asciende al 62,3% y 59,7% respectivamente. Por su parte, el comercio y la industria tienen un

20 de noviembre de 2023

Gráfico 1. Cartera como % del PIB por sectores (2T23)



Fuente: SuperFinanciera y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

nivel cercano al 28%. Basados en esta exposición, calculamos cuál es el efecto de aumentos en la tasa de interés para estos cinco sectores, cuyo endeudamiento es mayor al 20% del PIB.

Efectos heterogéneos de las tasas de interés

Si bien el sector constructor es el que mayor vulnerabilidad presenta en un contexto como el actual, debido al alto nivel de endeudamiento como porcentaje del PIB, resaltamos que la fuerte transmisión del endurecimiento monetario a las tasas de colocación de consumo y comercial, y su alta sensibilidad a la coyuntura, hace que el efecto sea más adverso para los sectores de comercio y la industria.

En términos de sensibilidad, nuestros cálculos apuntan a que un incremento de la tasa de interés de consumo en 1 p.p. reduce el crecimiento anual de las ventas reales en 1,7 p.p., mientras que un aumento en la misma cuantía en la modalidad comercial resta 0,9 p.p. al crecimiento de la producción real en la industria. Por su parte, los aumentos en la tasa para el sector constructor tienen un efecto marginalmente menor: -0,8 p.p. y -0,5 p.p. en la ejecución de obras civiles y las iniciaciones de vivienda nueva, respectivamente (Tabla 1).

Tabla 1. Efectos heterogéneos a nivel sectorial de un aumento en las tasas de interés

Sector	Tasa de interés	Variable impactada	Impacto (Choque de 1 p.p.)	Rezago del impacto
Obras Civiles	Tasa de crédito comercial	IPOC	-0,8 p.p.	14 meses
Edificaciones	Tasa de crédito constructor	Iniciaciones de vivienda	-0,5 p.p.	8 meses
Energía	Tasa de crédito comercial	Demanda de energía	No estadísticamente significativo	
Comercio	Tasa de crédito de consumo	Ventas reales	-1,7 p.p.	7 meses
Industria	Tasa de crédito comercial	Producción real	-0,9 p.p.	15 meses

Cálculos: Corficolombiana.

20 de noviembre de 2023

Ahora bien, teniendo en cuenta la transmisión dispar a las tasas de colocación, nuestros cálculos sugieren que el avance de 11,39 p.p. en la tasa de créditos de consumo (desde septiembre de 2021) podría disminuir en hasta 19,4 p.p. al crecimiento de las ventas reales del comercio minorista. Asimismo, el incremento de 11,94 p.p. en la tasa de créditos comerciales reducirá la producción real de la industria en hasta 10,7 p.p. y la de obras civiles (IPOC) en hasta 9,6 p.p. Finalmente, el aumento de 13,13 p.p. en las tasas a los constructores reducirá las iniciaciones en hasta 6,6 p.p.

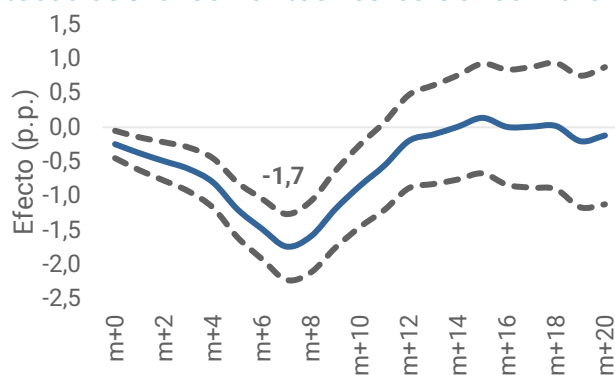
En primer lugar, en el comercio, el incremento de tasas de interés impacta negativamente el gasto en consumo por parte de los hogares. Cuando las tasas de interés suben, el costo de los préstamos aumenta, lo que hace que sea más caro para los hogares comprar bienes y servicios a crédito. Evaluando el efecto sobre las ventas reales del comercio, encontramos que el rezago del choque tiene su mayor efecto 7 meses después del choque (Gráfico 2).

En el sector industrial, las mayores tasas de interés afectan la dinámica del sector, encareciendo el fondeo de las empresas para llevar a cabo sus inversiones, lo que tiene repercusiones sobre la producción. El aumento en 1 p.p. en la tasa de interés desacelera el ritmo de avance de la producción real hasta en 0,9 p.p., pasados quince meses después del choque (Gráfico 3). Desde ese momento el efecto adverso se modera y desaparece completamente dos años después.

En las obras civiles el choque del aumento de tasas de interés tiene implicaciones sobre la inversión en capital. En efecto, los agentes responsables de la construcción tienen que destinar más recursos para pagar los intereses de los préstamos utilizados. Adicionalmente, el incremento de tasas de interés puede hacer más difícil el cierre financiero de los proyectos. Nuestras estimaciones arrojan que, el incremento de 1 p.p. en la tasa que asumen los constructores reduce el ritmo de avance de ejecución de carreteras hasta en 0,8 p.p. pasados 14 meses después del choque. A partir de allí el impacto se modera y desaparece completamente 2 años después (Gráfico 4).

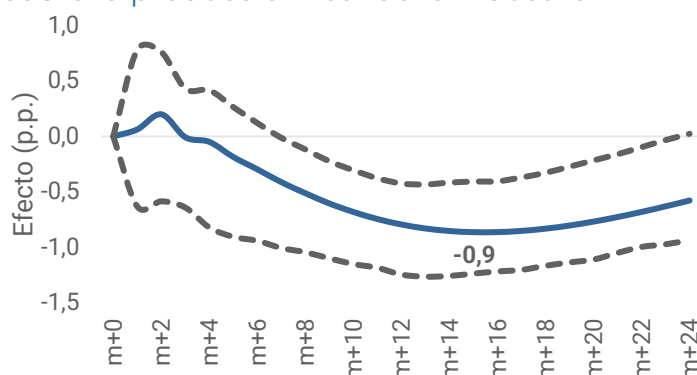
Por el lado de la construcción de edificaciones, identificamos que el canal principal por el cual se evidencian los efectos adversos de mayores tasas de interés es vía oferta. En efecto, nuestros cálculos apuntan a que un aumento en 1 p.p. en la tasa a los constructores desacelera las iniciaciones de vivienda en hasta 0,5 p.p. y la incidencia más fuerte se observa 9 meses después del choque (Gráfico 5).

Gráfico 2. Efecto de un choque de mayores tasas sobre las ventas reales del comercio



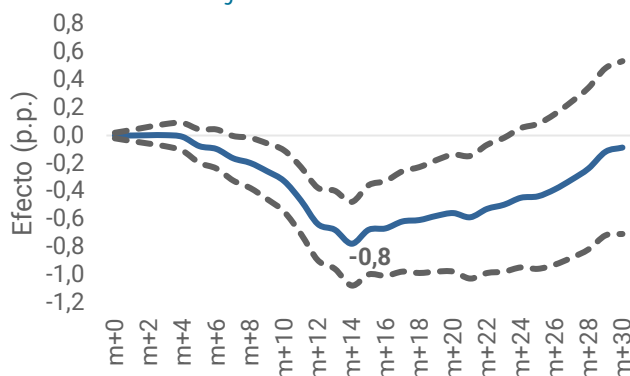
Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 3. Efecto de un choque de mayores tasas sobre la producción real de la industria



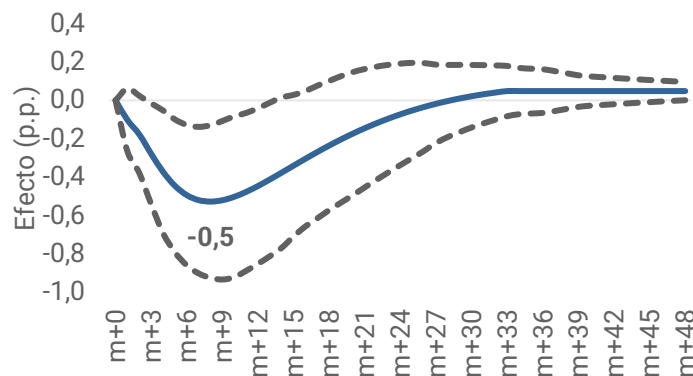
Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4. Efecto de un choque de mayores tasas sobre la ejecución de obras civiles



Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 5. Efecto de un choque de mayores tasas al constructor sobre las iniciaciones



Cálculos Corficolombiana.

En el sector de suministro de energía, el aumento en las tasas de interés repercute en una menor demanda de energía derivada de un menor ritmo en la actividad productiva. En efecto, la desaceleración en la industria, cuya demanda de energía contabiliza el 40% del mercado no regulado, implica un menor consumo de energía eléctrica. No obstante, dado que el mercado regulado representa el 67% de todo el Mercado de Energía Mayorista, la dinámica del consumo de los hogares es determinante y su inelasticidad a las tasas de interés limita fuertemente las implicaciones adversas sobre el sector.

¿Qué esperamos hacia adelante?

En resumen, el aumento en las tasas de interés de consumo, comercial y constructor seguirá moderando el ritmo de actividad económica para el comercio, la industria y la construcción en 2024. En particular, las ventas reales del comercio minorista cayeron 9,2% a/a y la producción real de la industria retrocedió 7,6% a/a, en el 3T23, y nuestros resultados sugieren que en 2024 continuará cayendo como consecuencia de las altas tasas de interés. Nuestras proyecciones apuntan a un retroceso de 2,4% y 3,3% para el comercio y la industria el próximo año, respectivamente.

En paralelo, el sector de la construcción continuará experimentando una moderación en su ritmo de crecimiento, por el efecto adverso de las tasas sobre la ejecución de obra pública y las iniciaciones de vivienda. En el 3T23, el IPOC retrocedió 15,0% a/a y las iniciaciones cayeron 17,7% a/a. En línea con los efectos persistentes de las tasas elevadas en el sector y otros factores particulares de las dinámicas de cada uno, anticipamos que edificaciones caiga 4,7% y obras civiles, a pesar de la baja base estadística del 2023, registre un avance leve de 1,5%.

20 de noviembre de 2023

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corfia.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corfi.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Maria Ximena Carrillo

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

maria.carrillo@corfi.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Finanzas Corporativas

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corfi.com

Karen Ospina

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

Karen.ospina@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corfi.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corfi.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corfi.com

20 de noviembre de 2023

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.