

Informe Especial

El rezago de la inversión en Colombia: el precio de la incertidumbre



El rezago de la inversión en Colombia: el precio de la incertidumbre

Editor:

César Pabón

Director Ejecutivo

cesar.pabon@corfi.com

Autores:

Julio Romero A.

Economista Jefe

julio.romero@corfi.com

Nicolás Cruz

Analista de Investigaciones

nicolas.cruz@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista de Investigaciones

alejandra.gacha@corfi.com

- En medio de la recuperación de la economía colombiana, que aceleró su crecimiento a 1,7% en 2024, desde 0,7% en 2023, sigue siendo preocupante la debilidad de la inversión. Aunque creció 3,0% el año pasado, la formación bruta de capital fijo permanece un 10,1% por debajo de sus niveles de 2022 y un 10,7% por debajo de su valor prepandemia.
- A diferencia de episodios anteriores –como la Gran Crisis Financiera global en 2008, los bajos precios del petróleo en 2015-2016 y la pandemia en 2020–, la caída de la inversión en el país desde 2022 responde principalmente a factores idiosincráticos. **Estimamos que en los últimos dos años la inversión en Colombia se ha rezagado más de 20% respecto al desempeño promedio que ha tenido en Brasil, México, Chile y Perú.**
- La tasa de inversión cayó de niveles cercanos a 20% del PIB en 2022 a 16,5% del PIB en 2023 y 17,1% del PIB en 2024, sus mínimos de los últimos 20 años. Con una tasa de inversión tan baja, el crecimiento tendencial de la economía no superará el 2,6% y los riesgos de insostenibilidad fiscal serán aún mayores.
- En la década prepandemia, las condiciones externas ayudaron a que la economía colombiana creciera, en promedio, más de 3,5% por año. Sin embargo, el fortalecimiento institucional –mejoras en seguridad física, responsabilidad en el manejo de la política económica y cambios regulatorios para atraer la inversión privada– fue el factor diferencial que llevó a Colombia a destacarse como uno de los países de mejor desempeño económico en América Latina.
- En contraste, **la debilidad de la inversión en Colombia en los últimos dos años no responde solo al contexto de altas tasas de interés –un fenómeno global después de la pandemia– sino también al deterioro de la confianza empresarial y a la incertidumbre regulatoria en sectores como infraestructura, vivienda, hidrocarburos y el energético no petrolero.**
- Desde finales de 2022, la prima de riesgo país de Colombia es más alta que la de Brasil y se alejó aún más de la de México, Chile y Perú. De igual forma, el índice de incertidumbre política y económica es más alto que en países pares de la región, lo cual elevó el costo del capital.
- **La estrategia de crecimiento de Colombia debe empezar por generar nuevamente condiciones atractivas para la inversión privada**, lo cual pasa por mejorar la seguridad física, reducir la excesiva carga tributaria a las empresas formales y hacer más eficiente el marco regulatorio para las empresas, especialmente en sectores estratégicos para el crecimiento del país en la próxima década. También es importante consolidar las nuevas fuentes de crecimiento que vienen surgiendo desde las regiones, gracias a la coordinación entre los gobiernos locales y el sector privado.

I. ¿Qué está pasando con la inversión en Colombia?

La inversión fija –los activos destinados a aumentar la capacidad productiva futura– registró en 2023 su peor desempeño de las últimas dos décadas, excluyendo el año en que comenzó la pandemia. Tras crecer a tasas de dos dígitos en 2021 y 2022, impulsada principalmente por

Gráfico 1. Tasa de inversión

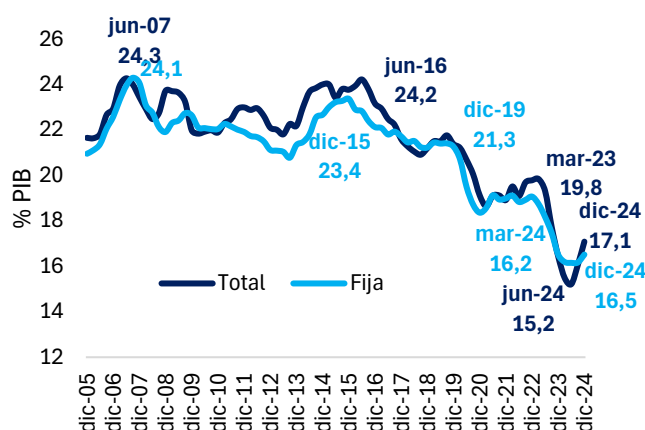
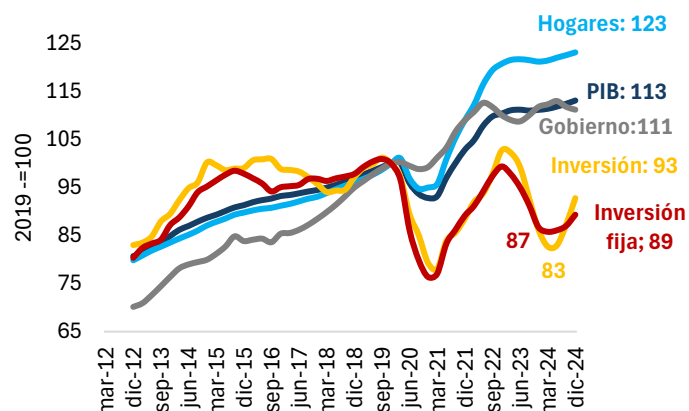


Gráfico 2. Evolución de la actividad económica (2019= 100) *



*Series año móvil. Inversión: Formación Bruta de Capital. Inversión fija: Formación Bruta de Capital Fijo.
Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

variaciones superiores al 20% anual en el componente distinto a construcción¹, **la inversión fija sufrió una caída del 12,7% en 2023 que contrastó con lo ocurrido en otros países de la región**. Más aún, en el cuarto trimestre de 2023, la inversión fija presentó su mayor contracción en 18 años (-16,1%), excluyendo el periodo de la pandemia. En el segundo trimestre de 2024, la inversión alcanzó su nivel mínimo de las últimas décadas, como porcentaje del PIB, situándose en 15,2% (Gráfico 1). Con estos resultados la formación bruta de capital fijo permanece un 10,1% por debajo de sus niveles de 2022 y un 10,7% por debajo de su valor prepandemia (Gráfico 2).

El desempeño de los últimos dos años se ha dado en medio del deterioro de las condiciones para la inversión privada en el país, en un contexto de: i) aumento de los costos financieros, debido no sólo a la postura contractiva de la política monetaria adoptada por el Banco de la República para enfrentar la inflación, sino también al incremento de la prima de riesgo país y su efecto en las tasas de interés de mayor plazo; ii) la mayor carga tributaria luego de las reformas de 2021 y 2022, que elevó la tarifa del impuesto de renta corporativa al punto que es la más alta entre los países OCDE (ver “Reforma tributaria: análisis e impacto potencial” en [Informe Especial – Octubre 18 de 2022](#) y “Ley de financiamiento 2024; una reforma innecesaria e inconveniente” en [Informe Semanal – Septiembre 15 de 2022](#)); iii) los aumentos de los costos de producción por la coyuntura global y la depreciación del peso a finales de 2022 y comienzos de 2023; iv) la elevada incertidumbre regulatoria en sectores como infraestructura, vivienda, energía e hidrocarburos, lo que se refleja en el deterioro en la confianza del sector empresarial; y v) el aumento de la inseguridad física. **Como resultado, la inversión fija privada se contrajo un 4,4% en 2023, con una expansión del 16,8% en la inversión pública².**

En 2024, los resultados fueron relativamente positivos, pero insuficientes para recuperar el terreno perdido en 2023. En el último trimestre del año, la formación bruta de capital fijo aumentó 10,5% anual, lo que permitió que la inversión fija cerrara el año con un crecimiento del 3,0%. **Sin embargo, a pesar de este desempeño, la inversión aún se mantiene un 10,1%**

¹ Compuesto por: Maquinaria y equipo (86,5%), recursos biológicos cultivados (4,5%) y productos de propiedad intelectual (9%).

² Estimaciones a partir de las Cuentas Nacionales Trimestrales por Sector Institucional del DANE.

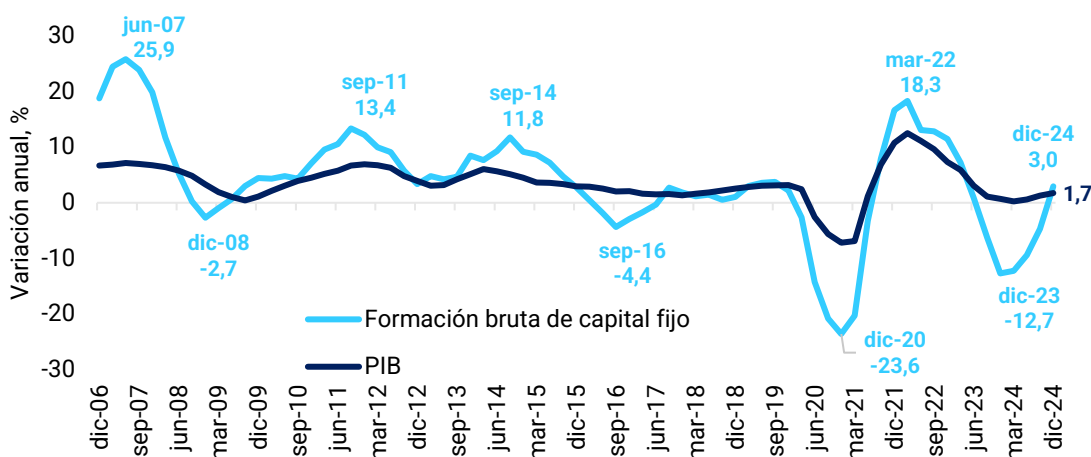
14 de noviembre de 2023

por debajo de sus niveles de 2022 y un 10,7% por debajo de su valor prepandemia (Gráfico 2). Vale la pena señalar que el repunte de la inversión fija en 2024 estuvo impulsado por un crecimiento de 9,4% en el rubro de otros edificios y estructuras y de 1,8% en maquinaria y equipo, mientras que en vivienda se contrajo 3,0%.

II. La inversión en Colombia durante las últimas dos décadas

La inversión en Colombia ha pasado por varios ciclos durante los últimos 20 años, los cuales revelan los factores de éxito de la economía colombiana en distintas etapas, así como los choques que afrontó durante ese periodo. De hecho, **los ciclos de la inversión fija han sido más pronunciados que los del PIB, evidenciando su rol crítico en las diferentes etapas de la economía colombiana.** Es importante mencionar que, con excepción de la caída que registra la inversión desde 2022, estos choques tuvieron origen en factores externos o exógenos: i) la Gran Crisis Financiera (GCF) global en 2008, cuando la inversión fija se contrajo 2,7%; ii) la caída de los precios internacionales del petróleo a finales de 2014 y su permanencia en niveles bajos hasta 2016, lo cual originó una reducción de la inversión fija de 4,4% en 2016; y iii) la pandemia en 2020, que generó una contracción de 23,6% de la inversión fija (Gráfico 3).

Gráfico 3. PIB e inversión fija 2006-2024*



Fuente: *Series año móvil. DANE.

La inversión en el país tuvo varias etapas positivas en los últimos años, siendo la más notable y larga la registrada entre 2005 y 2014, interrumpida brevemente en 2008 por el impacto de la crisis global. Tras crecer 19,9% en 2007, la formación bruta de capital fijo se contrajo 2,7% el siguiente año en medio del complejo contexto global, pero el ambiente favorable para la inversión privada en el país y la recuperación relativamente rápida de los precios internacionales del petróleo permitieron un repunte sostenido en los siguientes seis años, con un crecimiento anual promedio de 7,5% entre 2009 y 2014.

1. Auge de la inversión por precios de materias primas y mejoras regulatorias, 2005-2014:

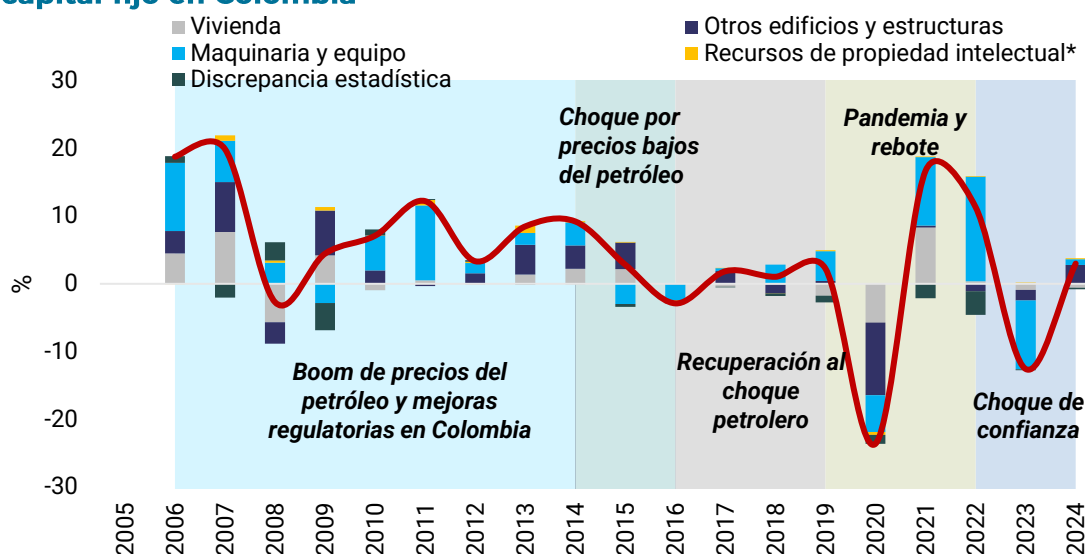
las economías latinoamericanas pasaron por una fase de recuperación y expansión económica entre 2003 y 2014 (Ocampo & Bertola, 2022) impulsada por el boom de precios internacionales de los *commodities*, como el petróleo en el caso colombiano, gracias a la creciente demanda de economías emergentes, especialmente de China. Sin embargo, algunos países de la región aprovecharon mejor que otros las favorables condiciones externas. Si bien el incremento en los precios de las materias primas favoreció los términos de intercambio y

14 de noviembre de 2023

las bajas tasas de interés a nivel global redujeron los costos de financiación, **el fortalecimiento institucional –mejoras en seguridad física, responsabilidad en el manejo de la política económica y cambios regulatorios para atraer inversión privada– fue clave para mejorar las perspectivas de crecimiento de Colombia en ese periodo**. Lo anterior se reflejó en los flujos de inversión extranjera directa hacia el país, que pasaron de US\$495 millones en 2003 a US\$5.111 millones en 2011 (Banco de la República, 2016).

En primer lugar, a comienzos de este siglo tuvo lugar un hito importante para el desempeño de la economía colombiana en los últimos 20 años: el país modificó su marco regulatorio para el sector de hidrocarburos, permitiendo que empresas extranjeras pudieran invertir en exploración y producción de petróleo y gas en territorio colombiano mediante contratos de concesión con el Estado, terminando con el modelo de contratos de asociación con Ecopetrol que funcionaba desde 1969³. El decreto 1760 de 2003 escindió y transformó a la empresa estatal, retirando su función reguladora y otorgándole personería jurídica, patrimonio propio y autonomía administrativa como sociedad pública por acciones. Además, creó la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), una entidad adscrita al Ministerio de Minas y Energía con personería jurídica, patrimonio propio, autonomía administrativa y financiera, con el objetivo de administrar las reservas y recursos de hidrocarburos de propiedad de la Nación y regular su exploración y extracción. **Esta reforma, en un contexto de altos precios internacionales y bajos costos de financiación, fue esencial para que el país pasara de producir medio millón de barriles diarios en 2003 a más de un millón entre 2011 y 2013, consolidando al petróleo como el principal producto de exportación del país y como una fuente clave de divisas y de ingresos fiscales.**

Gráfico 4. Crecimiento anual y contribuciones a la formación bruta de capital fijo en Colombia



*Recursos de propiedad intelectual incluye también recursos biológicos.

Fuente: DANE. Cálculos Corfi colombiana.

³ Ley 20 de 1969, según la cual el régimen de concesiones fue sustituido por los contratos de asociación. Las regalías aumentaron de 11,5% a 20%, y la producción se distribuyó 40% al beneficiario del contrato y 40% a Ecopetrol. Los contratos tenían una vigencia de 27 años prorrogables.

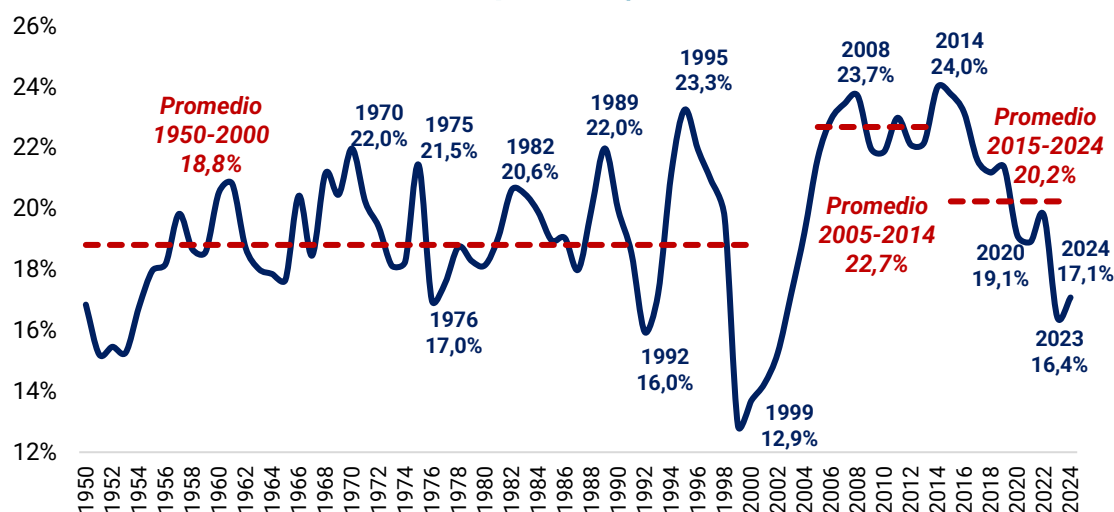
14 de noviembre de 2023

Según Balza y Espinasa (2015), durante el periodo de altos precios internacionales del petróleo 2005-2014, solo “tres países de América Latina, Brasil, Colombia y Perú lograron aumentar su inversión y consecuentemente su producción. Paradójicamente Venezuela, Argentina, Ecuador y México presenciaron un decrecimiento (...) la explicación se halla en la especificidad del marco institucional vigente en cada nación: en el primer grupo gobierna la apertura del sector a la inversión privada, el escrutinio público, la existencia de un organismo regulador independiente y de reglas de operación sólidas. En cambio, en el segundo conglomerado han tenido cabida el monopolio estatal, la discrecionalidad del ente público en la gestión empresarial y el hermetismo sobre el desempeño”.

Un segundo hito en este período fue el impulso al sistema de concesiones y la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APP) en 2012, junto con reformas institucionales clave, como la creación de la ANI en 2011, la puesta en marcha de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) y la Ley de Infraestructura de 2013. Estos cambios facilitaron la ejecución de proyectos de gran envergadura, fortaleciendo un marco normativo que incentiva la inversión privada, optimiza recursos públicos y moderniza la infraestructura. Lo anterior permitió un crecimiento sostenido de la inversión en Colombia (Gráfico 4).

En este contexto, se desarrollaron los proyectos viales de cuarta generación (4G)⁴, con una inversión de 60 billones de pesos⁵, que permitió la construcción de cerca de 10.000 km de vías primarias, principalmente bajo el modelo APP⁶. Su éxito ha generado confianza entre inversionistas y financiadores, permitiendo no solo el desarrollo de la infraestructura sino también el dinamismo del sector financiero a través de una participación cada vez mayor de la banca local e internacional y el mercado de capitales. Esto ha allanado el camino para el programa de quinta generación (5G), con una inversión estimada de 32 billones de pesos.

Gráfico 5. Tasa de inversión como porcentaje del PIB (1950-2024)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corfi colombiana.

De esta forma, la tasa de inversión en Colombia alcanzó un máximo histórico de 24,0% del PIB en 2014, prácticamente duplicándose desde los niveles en los que estaba al final del siglo XX,

⁴ Estas obras empezaron a desarrollarse en 2015 y a la fecha, tienen un avance promedio del 89,1%.

⁵ Precios a diciembre de 2023.

⁶ Benavides, J., Pabón, C., & González, P. A. (2023). El aporte de las concesiones mediante APP en infraestructura de transporte al crecimiento y el bienestar de Colombia. Bogotá: Fedesarrollo, 50 p.

14 de noviembre de 2023

y superando el promedio regional de 23,1%⁷. Desde 2007 y hasta 2014, la tasa de inversión osciló entre 22% y 24% del PIB, es decir, se mantuvo cerca de sus máximos a pesar del impacto de la Gran Crisis Financiera global (Gráfico 5). **La inversión fue un motor del crecimiento económico en este período, aportando 1,8 p.p. a la expansión del PIB, que pasó de 2,4% en promedio entre 2000 y 2002 a 4,7% entre 2003 y 2014, superando la media de crecimiento de la región (4,0% sin Colombia).** La tasa de inversión promedio en Colombia entre el 2005 y el 2014 fue de 22,7%, superior en 5,6 p.p. a la tasa registrada en 2024.

2. Choque por bajos precios del petróleo, 2015-2016: el boom de precios del petróleo tuvo un punto de quiebre en septiembre de 2014, cuando cayeron con fuerza debido al aumento de la oferta mundial de crudo, impulsada por: i) Estados Unidos, que pasó de ser un país consumidor neto a ganar relevancia en la oferta global del crudo gracias al uso del *fracking* para extraer hidrocarburos de yacimientos no convencionales; y ii) el cambio en la estrategia de la OPEP, que dejó de buscar precios altos mediante restricciones a su producción y priorizó aumentar su participación en la oferta global, buscando que los precios cayeran para sacar del mercado a la producción de yacimientos no convencionales en Estados Unidos. A esto se sumó la desaceleración del crecimiento económico y de la demanda de materias primas por parte de China. Este choque afectó considerablemente a la economía colombiana: la inversión perdió impulso debido al menor protagonismo del sector de hidrocarburos ante la coyuntura adversa de precios y una prospectividad de los campos petroleros que resultó menor de lo que se esperaba años atrás.

Como resultado, la tasa de cambio se depreció cerca de un 50% entre 2014 y 2016, presionando al alza los niveles de deuda pública y aumentando la vulnerabilidad fiscal y externa del país. Aunque Colombia logró mantener la calificación de grado de inversión, obtenida en 2011, este choque debilitó la estabilidad macroeconómica de forma importante. En 2015 y 2016, el crecimiento promedio de la economía disminuyó a 2,1% anual y la tasa de inversión disminuyó de 24,0% del PIB en 2014 a 21,2% del PIB en 2018 (Gráfico 5). Sin embargo, **durante este choque la inversión en infraestructura y vivienda compensó parcialmente la caída de los otros componentes.** En efecto, la inversión en estos rubros aportó 0,6 p.p. al crecimiento del PIB en ese periodo, compensando la caída en maquinaria y equipo (Tabla 1 y Gráfico 6).

Tabla 1. Aportes al crecimiento del PIB de Colombia por periodos (puntos porcentuales)

	<i>Auge commodities</i>	<i>Crisis petrolera</i>	<i>Recuperación</i>	<i>Crisis COVID-19</i>	<i>Recuperación</i>	<i>Choque de confianza</i>
	2005-2014	2015-2016	2017-2019	2020	2021-2022	2023-2024
Hogares	3,3	1,6	2,1	-3,5	9,2	0,7
Gobierno	0,8	0,5	0,8	-0,1	0,9	0,1
Inversión	1,9	-0,2	0,1	-4,5	2,6	-1,0
Inversión fija	1,8	0,0	0,4	-5,2	2,6	-1,0
Vivienda	0,2	0,2	-0,2	-1,4	0,7	-0,1
Infraestructura*	0,5	0,4	0,1	-2,6	-0,1	0,1
Maquinaria y equipo	0,8	-0,7	0,5	-1,0	2,1	-1,1
Exportaciones netas	-1,2	0,6	-0,7	1,2	-3,6	1,1
PIB total	4,8	2,5	2,4	-7,2	9,1	1,2

Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana. *Otros edificios y estructuras

⁷ Incluye Brasil, Chile, México y Perú.

14 de noviembre de 2023

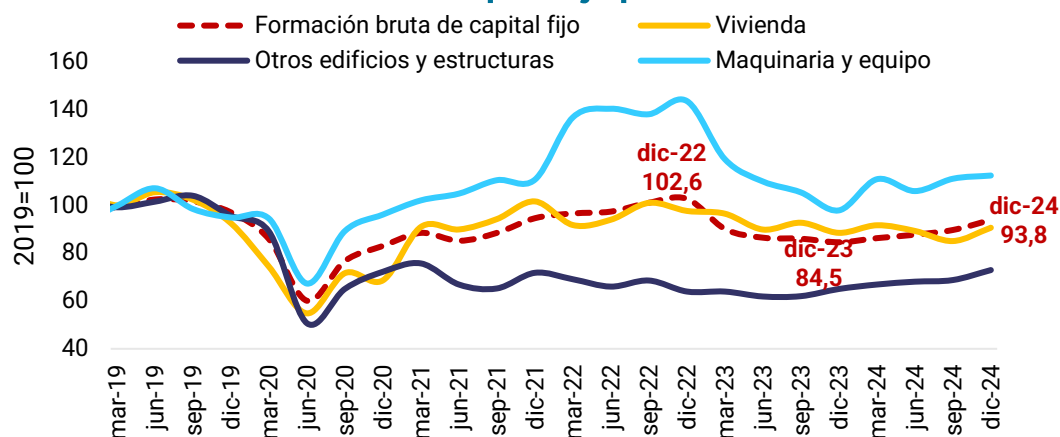
3. Recuperación al choque petrolero, 2017-2019: antes de que llegara la pandemia del Covid-19, la economía colombiana mantenía un crecimiento lento en medio de las dificultades que dejó la caída de los precios del petróleo sobre las cuentas fiscales y externas del país. En promedio, el PIB creció 2,4% por año y la inversión 1,7%, de manera que la tasa de inversión se mantuvo alrededor de 21,5% del PIB en un contexto de relativa estabilidad de la inflación y las tasas de interés. Durante este periodo, la formación bruta de capital fijo aportó en promedio 0,4 p.p. por año al crecimiento del PIB, impulsada por el rubro de maquinaria y equipo y, en menor medida, el de infraestructura, mientras que la inversión en vivienda restó 0,2 p.p. a la expansión económica (Tabla 1 y Gráfico 6).

4. Impacto de la pandemia y rebote posterior, 2020-2022: la pandemia provocó una contracción económica sincronizada a nivel global en 2020. La economía colombiana cayó 7,2%, similar al promedio regional, de los cuales 5,2 p.p. se explicaron por el desplome de 23,6% en la formación bruta de capital fijo. Infraestructura y vivienda fueron los rubros de la inversión más afectados, con caídas de 30,8% y 32,7% anual, respectivamente, debido a la paralización de las actividades en el marco de las medidas para contener la crisis sanitaria.

En la medida que se levantaron los confinamientos y como resultado de las medidas expansivas en materia monetaria y fiscal, **la economía colombiana registró crecimientos sobresalientes de 10,8% en 2021 y 7,3% en 2022, superiores al promedio de 8,9% y 2,9% en otros países de la región.** Por su parte, la inversión se expandió 16,7% en 2021 y 11,5% en 2022, impulsada fundamentalmente por los componentes de maquinaria y equipo –en un contexto de reactivación de la industria y el comercio– y vivienda, gracias al impulso de la política sectorial mediante la cual se entregaron más de 95 mil subsidios en 2021, un récord histórico.

En contraste, la inversión en otros edificios y estructuras restó 0,1 p.p. al crecimiento promedio de la economía de 2021 y 2022. Esto estuvo explicado por el menor volumen de proyectos de infraestructura, la maduración de los proyectos 4G que redujo su participación en el PIB de 1,2% entre 2019 y 2020 a 0,5% del PIB entre 2021 y 2022, así como el retardo en el inicio de las obras 5G, que no permitieron suplir en esos años los aportes de las 4G, como consecuencia de demoras en los cierres financieros de los proyectos. De esta forma, en los dos años siguientes al inicio de la pandemia la inversión fija aportó 2,6 p.p. al crecimiento promedio del PIB, de 9,1% (Tabla 1), permitiendo que la tasa de inversión terminara el 2022 levemente por debajo del 20% del PIB (Gráfico 5).

Gráfico 6. Formación bruta de capital fijo por sectores



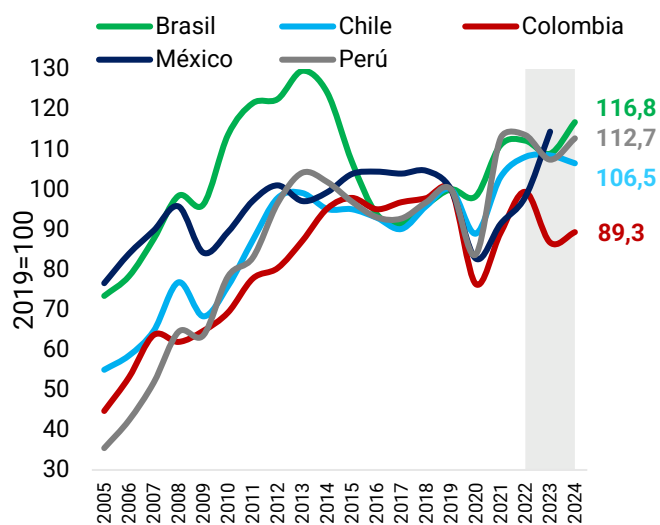
Fuente: DANE. Cálculos Corfic Colombiana

14 de noviembre de 2023

5. Choque de confianza, 2023-2024: la tendencia positiva observada entre 2021 y 2022 se revirtió en 2023, cuando la economía desaceleró su crecimiento a 0,7% y la formación bruta de capital fijo se contrajo 12,7%, debido principalmente al desplome de 22,6% en maquinaria y equipo. Vale la pena señalar que, en el primer trimestre de 2023, la inversión fija cayó 5,4% anual y profundizó su declive en el cuarto trimestre de 2023, con una disminución de 16,1%, lo que llevó la inversión a ubicarse 15,5% por debajo del nivel prepandemia. **Este deterioro de la inversión no ocurrió en países comparables de LatAm, lo cual sugiere que, más allá de las altas tasas de interés de los últimos años, su origen es principalmente idiosincrático, como explicamos en la siguiente sección.**

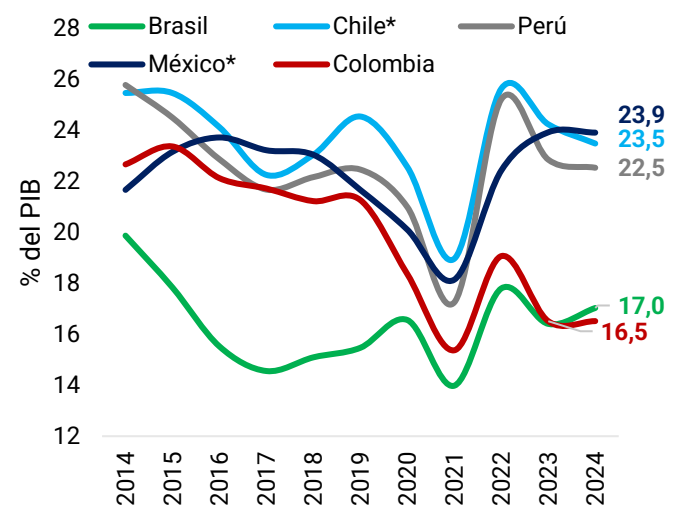
Por sectores, el impacto más fuerte se dio en maquinaria y equipo (-22,6%), seguido de vivienda (-4,4%), que reflejó la disminución de los subsidios a la compra de vivienda VIS. En cuanto al rubro de otros edificios y estructuras, se mantuvo la tendencia negativa observada en 2022, con una contracción de 5,5% en 2023. En 2024, tanto la actividad económica como la inversión fija tuvieron un mejor desempeño, con sendas de crecimientos de 1,7% y 3,0%; **sin embargo, el balance de los últimos dos años está lejos de ser positivo: la inversión fija restó un punto porcentual al crecimiento promedio de la economía en ese periodo (1,2%), concentrado en el aporte negativo de maquinaria y equipo, mientras que los rubros relacionados con construcción tuvieron un aporte nulo al crecimiento (Tabla 1 y Gráfico 6).**

Gráfico 7. Formación bruta de capital fijo en países de LatAm



Fuente: DANE, IBGE, Banco Central de Chile, Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 8. Tasa de inversión como porcentaje del PIB en países de LatAm



*Para México los datos son con corte al tercer trimestre de 2024. Series año móvil. Fuente: DANE, IBGE, Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

En resumen, la inversión en Colombia registró un auge entre 2008 y 2014 impulsado por condiciones externas favorables en materia de precios del petróleo y tasas de interés, así como una mejora en el ambiente de inversión en el país, soportado en la seguridad física, la estabilidad macroeconómica, la reforma energética de 2002-2003 y el desarrollo e implementación del esquema de asociaciones público-privadas APP para proyectos de infraestructura. Sin embargo, la tasa de inversión ha venido disminuyendo de forma escalonada en la última década debido a: i) la caída de los precios del petróleo, que llevó la relación inversión/PIB de 24,0% en 2014 a 21,2% en 2018; ii) la pandemia, que significó una caída de casi tres puntos en esta relación, de 21,4% en 2019 a 18,6% en 2021; y iii) el deterioro

14 de noviembre de 2023

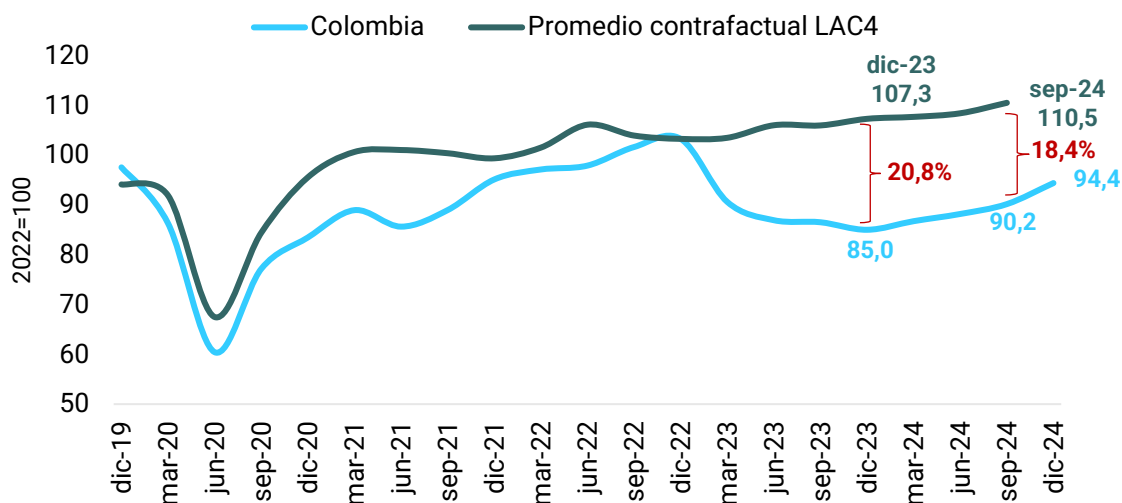
de las condiciones de inversión desde 2022, asociada a razones idiosincráticas, el cual llevó la tasa de inversión a 17,1% del PIB en 2024. **Con una tasa de inversión tan baja, el crecimiento tendencial de la economía no superará el 2,6% y los riesgos de insostenibilidad fiscal serán aún mayores.**

III. Factores detrás del rezago de la inversión en Colombia vs LatAm

En esta sección analizamos el comportamiento reciente de la inversión en Colombia relativo al de Brasil, México, Chile y Perú (LAC4), para determinar si hay factores comunes que explican su débil dinámica o si, por el contrario, es un fenómeno exclusivo de nuestro país. Este diagnóstico es fundamental para definir la estrategia de crecimiento del país en los próximos años, la cual consideramos que debe girar en torno a tener nuevamente condiciones atractivas para la inversión privada. Lo primero que hay que señalar es que la caída de la formación bruta de capital fijo en Colombia en 2023 se desvió del comportamiento regional, de manera que, **mientras en LAC4 la inversión cerró 2024 un 14,3% por encima de los niveles de 2019, en Colombia se ubicó un 10,7% por debajo** (Gráfico 7).

Entre 2005 y 2019, la tasa de inversión en Colombia seguía un patrón similar al de economías como México y Chile, con niveles cercanos al 20% del PIB. Sin embargo, su evolución en los últimos dos años se asemeja más a la de Brasil, país que perdió su grado de inversión a finales de 2015 en un contexto de bajo crecimiento económico y deterioro en las perspectivas fiscales, lo que ha impedido que su tasa de inversión supere el 18% del PIB (Gráfico 8).

Gráfico 9. Inversión en Colombia vs escenario contrafactual según comportamiento en LAC4*



*El escenario contrafactual asume el desempeño promedio de la inversión desde 2022 en Brasil, Chile, México y Perú
Fuente: Refinitiv Eikon, DANE, Banco Central de Chile, Banxico, IBGE. Cálculos Corficolombiana.

Estimamos que, si la inversión en Colombia hubiera seguido la tendencia regional en los últimos dos años, estaría 18,4% por encima de su nivel actual. El gráfico 9 compara el desempeño de la inversión fija en Colombia respecto al promedio de Brasil, Chile, México y Perú desde 2019 hasta 2024⁸. Aunque ha estado rezagada respecto a la región durante todo ese periodo, antes de 2022 registraba una tendencia relativamente sincronizada, pero después

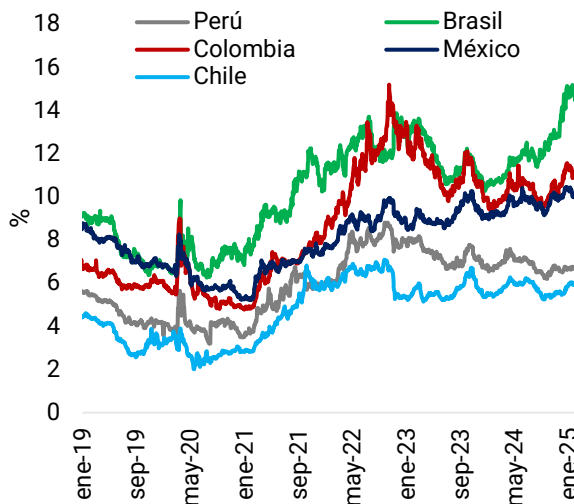
⁸ Comparamos la inversión fija de Colombia normalizada en 2022 (es decir, un índice que toma el valor de 100 en ese año) con un promedio de la inversión fija de Brasil, Chile México y Perú, también normalizada en 2022.

14 de noviembre de 2023

la brecha se amplía de forma importante, **llegando a ser superior a 20% a finales de 2023 y moderándose levemente en 2024. Estimamos que la brecha actual representa una pérdida de inversión equivalente a 3,1 p.p. del PIB⁹.**

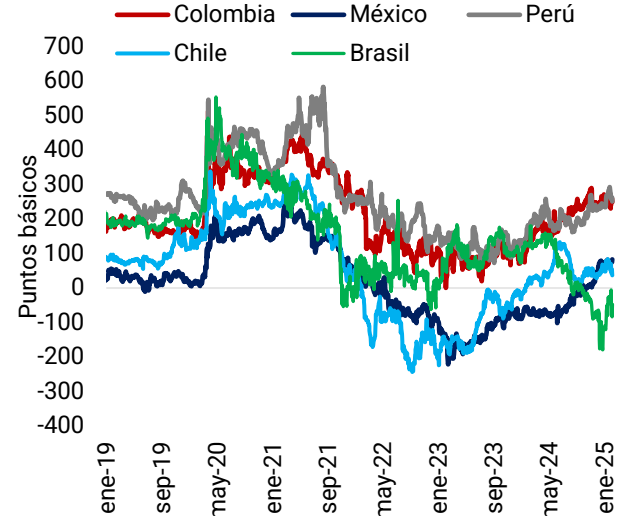
Un primer factor que ha afectado la inversión en Colombia son los elevados tipos de interés, como resultado de: i) la política monetaria contractiva implementada por BanRep desde 2022 para enfrentar el fuerte choque inflacionario, lo cual implicó un incremento de la tasa repo desde 1,75% en septiembre de 2022 hasta 13,25% en abril de 2023; aunque viene disminuyendo desde hace 15 meses y actualmente se ubica en 9,5%, sigue muy por encima del 4,75% en el que estaba antes de la pandemia¹⁰; y ii) el incremento de la prima de riesgo país, que afecta principalmente las tasas de largo plazo y refleja el deterioro en las perspectivas fiscales y de crecimiento de la economía colombiana. **Este último factor es precisamente el que se ha deteriorado más en Colombia relativo a otros países de la región.**

Gráfico 10. Tasa de interés a largo plazo en LatAm



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corfic Colombiana.

Gráfico 11. Diferencial de tasas de largo plazo vs tasas de corto plazo en LatAm



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corfic Colombiana.:

En economías con alta incertidumbre, los mercados reciben una señal negativa que amplifica el impacto de un mayor costo de financiamiento (Pedersen, 2016). A nivel regional, desde el segundo semestre de 2022, Colombia ha registrado la segunda tasa de interés de largo plazo más alta, solo por detrás de Brasil (Gráfico 10). Además, junto con Perú, presenta el *spread* más elevado entre las tasas de interés de largo y corto plazo (Gráfico 11). Esta diferencia refleja, en parte, una mayor percepción de riesgo para la economía colombiana frente a otros países de la región. De esta forma, Colombia tiene la prima de riesgo más alta entre el grupo de países analizados desde mediados de 2021 –cuando perdió la calificación de grado de inversión de su deuda de largo plazo en moneda extranjera con las agencias Fitch Ratings y Standard & Poors– incluso por encima de Brasil, a pesar de que este último tiene una calificación crediticia inferior. Es importante señalar que, antes de 2021, la prima de riesgo de

⁹ Para calcular el impacto en el PIB tomamos la inversión de Colombia en 2024 y le imputamos el crecimiento promedio de la región para estimar como sería la tasa de inversión en Colombia si hubiera seguido el comportamiento de LAC4.

¹⁰ La política monetaria en Colombia ha sido contractiva desde finales de 2022, como lo reflejan las tasas de interés reales ex ante y ex post. Sin embargo, estos niveles fueron similares a los de México y Brasil entre 2023 y 2024, por lo que, aunque influye en el comportamiento de la inversión, no representa un factor diferencial frente a la región.

14 de noviembre de 2023

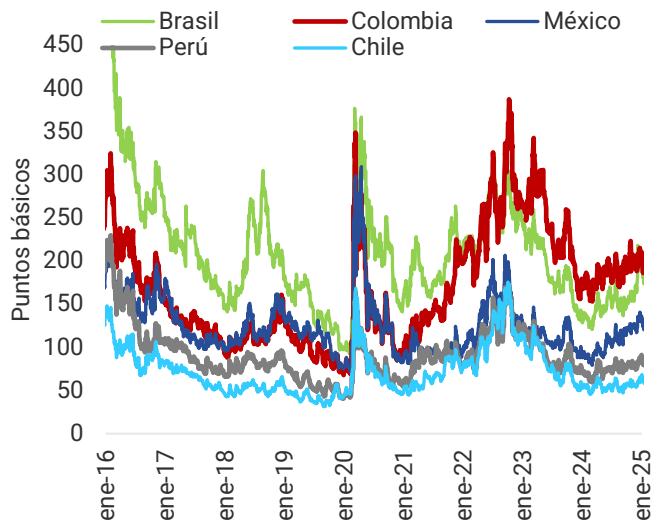
Colombia mostraba un comportamiento similar al de economías como México y Perú (Gráfico 12). Lo cierto es que el deterioro de la prima de riesgo ha elevado el costo de uso del capital.

El aumento de la incertidumbre ha afectado principalmente a sectores intensivos en capital como infraestructura, vivienda, hidrocarburos y el energético no petrolero. Lo anterior probablemente limitará el desempeño de la economía colombiana en los próximos años, teniendo en cuenta que en estos sectores las decisiones de inversión tienen una visión de mediano plazo y, por lo tanto, reactivarlos tomará tiempo.

En efecto, las perspectivas del sector de infraestructura tuvieron un fuerte deterioro a comienzos de 2023, tras el anuncio del Gobierno de congelar las tarifas de los peajes mediante el Decreto 050 de enero de 2023. Aunque esta medida ha sido gradualmente corregida en 2024 y 2025, generó incertidumbre en el esquema de Asociaciones Público-Privadas (APP), al distorsionar los flujos financieros y afectar la ejecución de proyectos, con posibles implicaciones para la sostenibilidad futura del modelo de inversión.

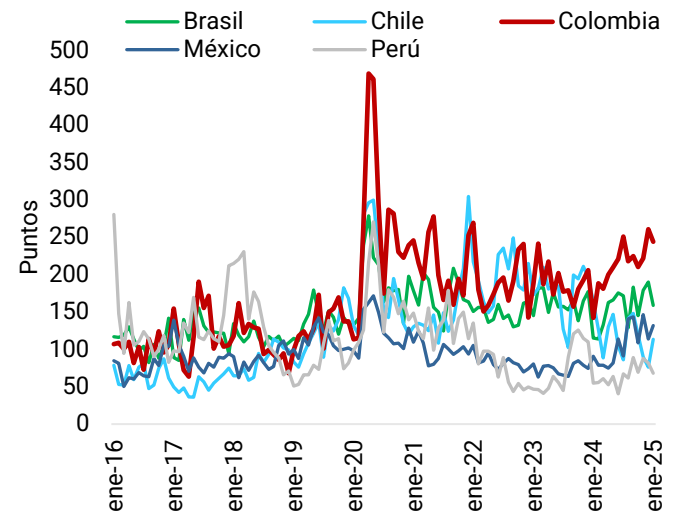
A lo anterior se sumó el recorte en el presupuesto de inversión en infraestructura regional para 2025, tras el hundimiento del proyecto de ley de financiamiento presentado por el gobierno en septiembre de 2024. Por esto, la inversión en infraestructura tendría aplazamientos en Inviás y en la ANI, repercutiendo en el desarrollo de proyectos como la primera línea del Metro de Bogotá y varios proyectos viales regionales, generando incertidumbre sobre el avance de proyectos que venían impulsando la reactivación.

Gráfico 12. Prima de riesgo en LatAm



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 13. Índice de incertidumbre política y económica*



*El índice es calculado siguiendo la metodología de Blaker, Bloom y Davis (2016) y desarrollado en Ghirelly, Pérez y Urtasun (2021). Fuente: Banco de España.

Un caso elocuente de cómo los mensajes del gobierno han deteriorado el ambiente de inversión fue la intención manifiesta a comienzos de 2024 de modificar los compromisos de vigencias futuras programadas para ese año, un riesgo que no se materializó gracias a la solidez jurídica de este mecanismo. No obstante, pese al blindaje institucional de las vigencias futuras, dicho acontecimiento incrementó la percepción de riesgo de impago de estos recursos, encareciendo la financiación de los proyectos de infraestructura que las vigencias futuras respaldan.

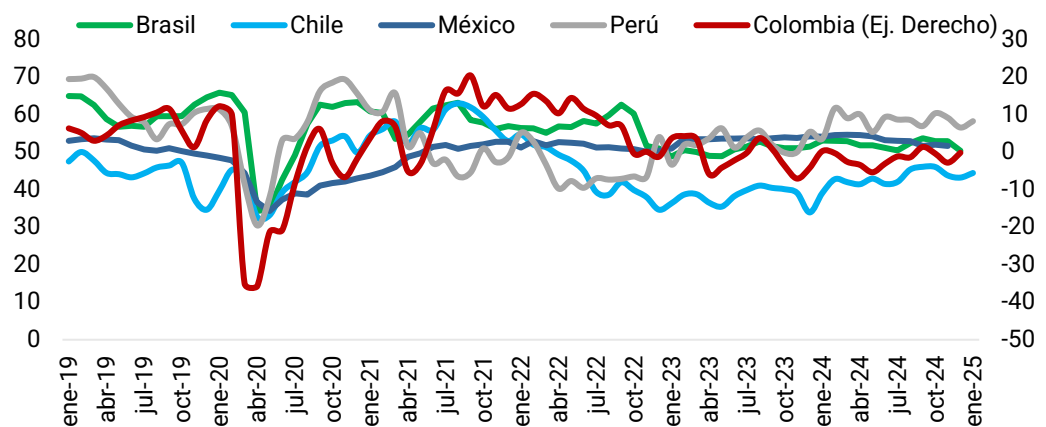
14 de noviembre de 2023

La construcción en vivienda también se ha visto afectada; la suspensión del programa de subsidios Mi Casa Ya en diciembre de 2024 por parte del Gobierno Nacional ha afectado las expectativas de los hogares y los constructores, dificultando la recuperación de este sector. Por lo cual, el 2025 inicia con grandes retos para la construcción en Colombia; la debilidad en políticas de vivienda y los retrasos en infraestructura agravan la incertidumbre sobre la reactivación del sector (ver “La construcción en su laberinto” en [Informe semanal – Febrero de 2025](#)).

Por otro lado, la negativa del Gobierno Nacional para la adjudicación de nuevos contratos de exploración de hidrocarburos, en un entorno de falta de apoyo y políticas claras por parte del Gobierno Nacional para el sector, han generado un clima de incertidumbre que desincentiva las inversiones en esa industria, que no solo fue relevante para el auge de la inversión en el país entre 2005 y 2014, sino que es determinante por su aporte en las cuentas externas y fiscales.

En suma, **el aumento de la incertidumbre en Colombia ha deteriorado la confianza empresarial, un factor clave para la inversión**. En un entorno estable y con menor riesgo, los inversionistas son más propensos a tomar decisiones de inversión. Al analizar la confianza empresarial en América Latina, Colombia es el país donde más se ha deteriorado este indicador (Gráfico 14), en línea con el aumento de la incertidumbre regulatoria mencionado anteriormente. Este comportamiento contrasta con el de países como Perú y Brasil, donde la confianza empresarial ha mostrado un desempeño más favorable.

Gráfico 14. Confianza empresarial en países de LatAm



Fuente: Banco Central de Chile, Inegi, Banco Central de Perú, Fedesarrollo, Confederación Nacional de la Industria Brasil.

Finalmente, las condiciones tributarias en Colombia han contribuido al incremento de los costos de inversión y al deterioro en la competitividad del país¹¹. Actualmente, Colombia tiene la tasa de impuesto de renta para empresas más alta de América Latina (35% vs. 30,1% en LAC4) y de la OCDE, siendo el país que más ha incrementado esta tarifa en la última década, llevándola del 25% en 2014 al 35% en la actualidad. La reforma tributaria de 2022 (Ley para la Igualdad y la Justicia Social) elevó la carga para el sector empresarial, dejando a Colombia en desventaja frente a otros países de la OCDE y América Latina, como lo hemos advertido anteriormente (ver “Reforma tributaria: análisis e impacto potencial” en [Informe Especial – Octubre 18 de 2022](#)). En contraste, países como Brasil y México han mantenido sus

¹¹ . Según la Encuesta de Operadores Financieros de Fedesarrollo, la política fiscal es el factor más relevante en la toma de decisiones de inversión, siendo señalada por el 59,3% de los analistas encuestados en enero de 2025.

14 de noviembre de 2023

tasas constantes, mientras que Perú ha optado por reducirlas. Bajo este contexto, no sorprende que la política fiscal sea el factor más relevante en la toma de decisiones de inversión para el 59,3%, según la Encuesta de Operadores Financieros de Fedesarrollo de enero de 2025.

De igual manera, entre 2021 y 2024, la inseguridad ha experimentado un marcado deterioro, con aumentos del 43,4% en la tasa de extorsiones, 75,8% en la de secuestros y 7,4% en los hurtos a personas. Este incremento de la criminalidad ha generado un entorno de mayor incertidumbre, afectando las decisiones de inversión y limitando el crecimiento del capital productivo. Diversos estudios recientes han evidenciado los impactos macroeconómicos de la inseguridad. Por ejemplo, en un estudio reciente del Banco Interamericano de Desarrollo y Fedesarrollo (2024)¹² estiman que el costo directo del crimen y la violencia en Colombia equivale al 3,6% del PIB, reduciendo el margen para la inversión privada. Además, en 2024, cerca del 10% de los industriales encuestados por la ANDI señalaron que la inseguridad era su principal preocupación, por encima del contrabando y los mayores impuestos.

Estos elementos sugieren que, además de los determinantes tradicionales de la inversión, **en Colombia los factores idiosincráticos han desempeñado un papel importante en la contracción de la inversión en 2023 y su lenta recuperación en 2024**, al aumentar la incertidumbre y debilitar la confianza empresarial para invertir en el país.

IV. Efecto de la baja inversión en el crecimiento y perspectivas

Más allá del 2025, la economía colombiana enfrenta serios riesgos de converger a una tasa de crecimiento menor a la que tenía antes del choque generado por la pandemia. **La débil dinámica de la formación bruta de capital en los últimos dos años llevó la tasa de inversión a 16,4% del PIB en 2023, su nivel más bajo de los últimos 20 años, y 17,1% del PIB en 2024.** En la última década, la tasa de inversión ha caído cerca de 10 puntos porcentuales y, sin medidas estructurales de reactivación, puede terminar comprometiendo el crecimiento potencial, llevándolo a niveles de apenas 2,5% del PIB, frente al 3,5% registrado en la década prepandemia. **Esta pérdida de crecimiento estructural tiene profundas implicaciones sociales, en la medida que implicaría que al país le tome 46 años duplicar el PIB per cápita, frente a los 25 años que le tomaría si mantuviera el crecimiento prepandemia.**

Lo anterior se evidencia en el desempeño de sectores clave para el crecimiento del país, como infraestructura, construcción de edificaciones, industria manufacturera, energía e hidrocarburos. Estas actividades impulsaron la inversión y el crecimiento del país en los últimos años, pero vienen debilitándose por el contexto de elevada carga tributaria, altas tasas de interés e incertidumbre regulatoria, como señalamos en las secciones anteriores. La difícil situación fiscal está presionando aún más el costo financiero para el gobierno y, de paso, para el sector privado, al impulsar al alza la prima de riesgo.

Para que la tasa de inversión vuelva a ser del 20% del PIB en los próximos cinco años, nivel en el que estaba en 2022, la formación bruta de capital fijo debería crecer 5,6%, esto es 1,9 veces más que el PIB¹. Hay señales positivas, aunque insuficientes, para consolidar una recuperación sostenible de la inversión. Según la encuesta a empresarios que realiza el Banco de la República, la propensión a invertir en los próximos doce meses ha mostrado una recuperación (Gráfico 15). Tras mantenerse en terreno negativo entre abril de 2023 y agosto de 2024, en el tercer trimestre de 2024 registró un desempeño positivo, tendencia que

¹² Perez-Vincent, S. M., Puebla, D., Alvarado, N., Mejía, L. F., Cadena, X., Higuera, S., y Niño, J. D. (2024). Los costos del crimen y la violencia: ampliación y actualización de las estimaciones para América Latina y el Caribe. <https://doi.org/10.18235/0013238>

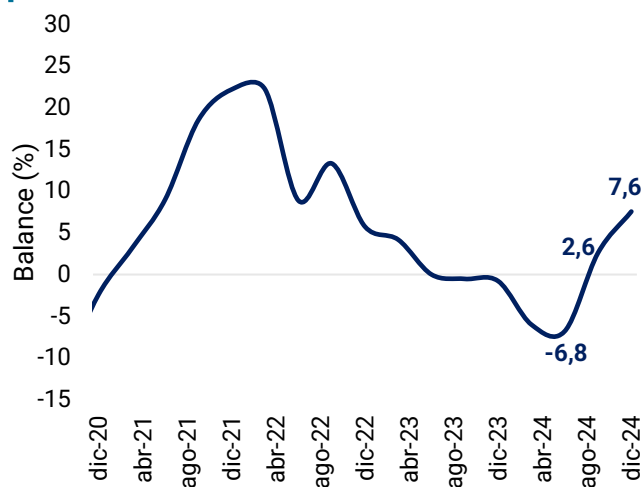
14 de noviembre de 2023

continuó en el último trimestre del año, alcanzando un 7,6%, nivel no observado desde el tercer trimestre de 2022. Asimismo, las importaciones de bienes de capital crecieron a un ritmo promedio mensual del 0,8% entre julio y diciembre de 2024, un comportamiento que no se veía desde el primer semestre de 2022 (Gráfico 16). Este incremento fue impulsado principalmente por un crecimiento promedio del 11,4% en las importaciones de bienes de capital para la industria y del 19,6% en las destinadas a la construcción.

Estimamos que este año la inversión seguirá recuperándose de forma lenta, favorecida por el crecimiento de la formación bruta de capital fijo y una contribución positiva de la variación en los inventarios. Sin embargo, los niveles de inversión permanecerán un 4% por debajo de los registrados antes de la pandemia, lo que sigue representando un riesgo para el crecimiento de la economía en el largo plazo (ver [Recuadro III.2. En riesgo la semilla del crecimiento: un enfoque sectorial](#)). En cuanto a la inversión fija, proyectamos una expansión del 2,9% para el próximo año, impulsada principalmente por los componentes de obras civiles y maquinaria y equipo. Aunque la formación bruta de capital fijo superará ligeramente los niveles prepandemia, su participación en el PIB se mantendrá en uno de los niveles más bajos de los últimos cinco años.

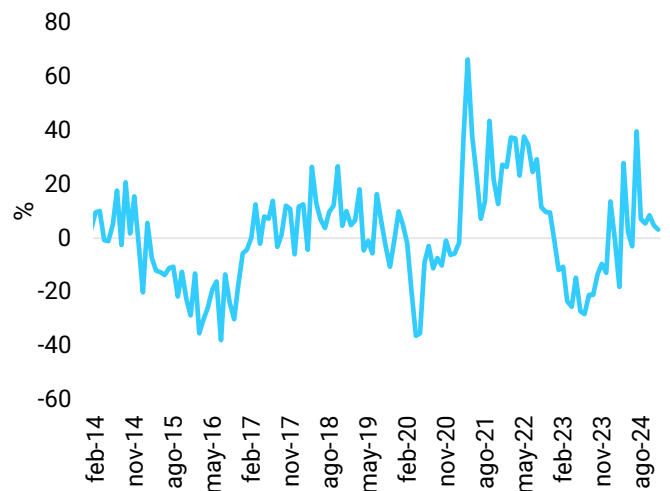
La inversión en obras civiles estará impulsada por el gasto de gobiernos regionales y locales, junto con proyectos de la Primera Ola de las 5G y avances en obras como el Metro de Bogotá y Puerto Antioquia. Sin embargo, la inversión en edificaciones limitaría este crecimiento. La baja comercialización de vivienda en los últimos años redujo el inicio de nuevos proyectos, sin compensar las obras culminadas. Además, la suspensión del programa Mi Casa Ya deterioró las perspectivas del segmento VIS.

Gráfico 15. Balance del nivel de inversión en maquinaria y equipo esperado en el próximo año



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16. Importaciones de bienes de capital para la industria



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

En contraste, prevemos un repunte en la inversión en maquinaria y equipo, cuya recuperación comenzó en el tercer trimestre de 2024, favorecida por el crecimiento industrial y el impulso del consumo privado sobre la capacidad instalada.

14 de noviembre de 2023

En este contexto, la estrategia de crecimiento del país en los próximos años debe centrarse en la creación de condiciones atractivas para la inversión. Esto implica mejorar la seguridad, reducir la carga tributaria excesiva en ciertos sectores y ajustar el marco regulatorio en actividades estratégicas clave para el desarrollo del país en la próxima década. El panorama global de reconfiguración comercial ofrece grandes oportunidades para Colombia. Para capitalizarlas, es esencial fortalecer el entorno de inversión mediante estabilidad macroeconómica y fiscal, el respeto a las condiciones regulatorias y una mayor competitividad tributaria. También es importante consolidar las nuevas fuentes de crecimiento que vienen surgiendo desde las regiones, gracias a la coordinación entre los gobiernos locales y el sector privado.

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Mariapaula Castañeda

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

maria.castaneda@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

cristhian.osorio@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

dino.cordoba@corfi.com

14 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.