

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Carlos Camelo

Octubre 30 de 2018

Crecimiento potencial y desplome de la inversión en Colombia

Recientemente llamábamos la atención sobre los cambios metodológicos que venía realizando el Dane en torno a las Cuentas Nacionales, siguiendo prácticas internacionales de mejoras en el acopio de información. Estos cambios han implicado que, en realidad, los hogares de Colombia consumen más de lo pensado, pero ahorran e invierten menos, lo cual habría de tener impactos negativos sobre el potencial de crecimiento de nuestra economía hacia el mediano plazo (ver *Comentario Económico del Día* 10 de septiembre de 2018).

En particular, el rubro de inversión ya no representa un 27%-29% dentro del PIB, como ocurría en el quinquenio 2010-2015, sino solo un 21%-23%. Esta reducción de casi 6pp (calculada en el año pico de 2014) se explica, casi por partes iguales, por el efecto de mejor información sobre los hogares y el de actualización de los precios al año base de 2015. Veamos sus implicaciones con mayor detalle.

A la hora de pensar en el potencial de crecimiento de Colombia, Anif ha encontrado mucho más útiles los enfoques de conocimiento “artesanal-sectorial”, que la peligrosa aplicación de modelos “inerciales” que no toman en cuenta los cambios estructurales resultantes, por ejemplo, de la “Enfermedad Holandesa” (ver *Informe Semanal* No. 1384 de octubre de 2017). En particular, estos enfoques de oferta-sectorial deben poderse cotejar y complementar con los de demanda (consumo de los hogares + inversión productiva +/- drenajes externos). En esto resulta vital poder medir el grado de apalancamiento que puede ejercer la economía con base en su infraestructura y sus “encadenamientos hacia adelante y hacia atrás” (Adelman, 2012; *Worldly Philosopher: ... Hirschman...*). Con ello en mente, reportaremos aquí los resultados de actualizar nuestro modelo de “capital incremental” (conocido como el *Incremental Capital Output Ratio*, ICOR), con base en estas nuevas cifras de Cuentas Nacionales (arriba comentadas).

Capital Incremental y la condición inicial de inversión

Recordemos que el enfoque de capital incremental incluye una “condición inicial” de inversión en capital fijo. El cuadro 1 muestra cómo dicha condición para crecer a tasas del 4%-4.5% se cumplió durante 2000-2014. En efecto, durante dicho período, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) logró crecimientos promedio del 9% anual, disfrutando de la fase ascendente del súper ciclo de *commodities*. Ello permitió que la relación FBKF/PIB pasara del 12% en el año 2000 a máximos históricos del 23% en 2014 (cifra que bajo la metodología anterior del Dane se leía 29%), consolidando crecimientos del PIB-real incluso del 5% anual durante el período 2010-2014.

Sin embargo, el fin del auge minero-energético puso en evidencia las fragilidades estructurales de la economía colombiana, llevando la FBKF a expansiones promedio de solo el 1% anual durante 2015-2017. Aun con ello, la relación FBKF/PIB solo descendió hacia el 22.8%, contando todavía con el soporte de la “inversión” en edificaciones de vivienda (con expansiones del 3% anual en dicho período). No obstante, esto derivó en una gran sobreoferta de vivienda y en evidentes inversiones subóptimas respecto, por ejemplo, de las necesidades en infraestructura (ver *Rasec* No. 196 de junio de 2018). La baja productividad de ese tipo de inversión en vivienda explica en buena parte que no se hayan logrado apalancar crecimientos ni siquiera del 3% durante 2015-2017.

Con esto en mente, cabe preguntarse: ¿qué esperar para el futuro cercano en materia de cumplimiento de la “condición inicial” de inversión para apalancar crecimientos de al menos el 3% anual? Anif pronostica un crecimiento promedio de la FBKF del 2.5% para 2018 y del 3.6% para 2019 (retornando la relación FBKF/PIB cerca al 23%). Ello implica que la condición inicial solo se estaría cumpliendo en

Continúa

Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en www.avvillas.com.co / Banca Empresarial

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Carlos Camelo

2019, permitiendo expansiones del PIB-real del 3% (lejos todavía del histórico 4.5% del período 2010-2014).

Sostenibilidad de la inversión y aceleración del crecimiento

Ahora bien, ¿qué nos señalan los resultados del ICOR en materia de sostenibilidad de la inversión y crecimiento potencial? El cuadro 2 muestra cómo la economía colombiana creció por debajo del 3% real anual durante 2015-2017, tras el fin del auge minero-energético. En efecto, el ICOR registró valores de 10.9 en dicho período, lo cual implicaba que la relación FBKF/PIB debía ascender a un 32.6% para lograr crecimientos del 3% anual. Sin embargo, la propensión media a invertir solo alcanzó el 22.8% del PIB.

Para 2018, se proyecta un escenario similar al del período 2015-2017. En efecto, se estima que el ICOR registraría va-

lores de 8.6 al cierre del año, aún insuficientes para sostener crecimientos del 3% anual (solo bordearía el 2.5%), pues requiere de una relación inversión/PIB del 25.8%, y nuestros cálculos sugieren que esta se mantendría en el 22.6%. Solo en 2019 los resultados del ICOR vislumbran posibilidades de elevar el crecimiento al 3% sostenido, al llegar la FBKF al 22.7% del PIB frente al 21.3% requerido. Nótese cómo ello es consistente con las proyecciones de crecimiento de Anif del 2.7% para 2018 y el 3.3% para 2019.

Todo lo anterior evidencia cómo, tras incorporar los ajustes metodológicos del Dane, los resultados del ICOR continúan mostrando un crecimiento potencial del orden del 3% real anual para Colombia, por debajo del 3.5% estimado por el Banco de la República con base en estimaciones econométricas. En nuestro caso, la aceleración en las variaciones de la inversión viene a compensar el descenso en la relación inversión/PIB resultante de las nuevas Cuentas Nacionales.

Cuadro 1. Condiciones de inversión para iniciar crecimientos del PIB-real del 3% y el 4% por año

Períodos	Crecimiento anual de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) (1)	¿Es (1) ≥ 3% real?	¿Es (1) ≥ 4% real?
2000-2004	8.3	Sí	Sí
2005-2009	10.7	Sí	Sí
2010-2014	8.1	Sí	Sí
2015-2017	0.7	No	No
2018*	2.5	No	No
2019*	3.6	Sí	No

* Proyecciones Anif.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Cuadro 2. Condiciones de inversión para sostener crecimientos del PIB-real del 2.5% y el 3% por año

Períodos	Propensión media a invertir (FBKF/PIB) (1)	Razón increm. Capital-Producto ICOR (2)	2.5% real		3% real	
			Inversión requerida (2) x 2.5% real (3)	Condición de sostenibilidad (FBKF/PIB) ≥ (FBKF/PIB)req. (1) ≥ (3)?	Inversión requerida (2) x 3% real (4)	Condición de sostenibilidad (FBKF/PIB) ≥ (FBKF/PIB)req. (1) ≥ (4)?
2000-2004	13.6	5.0	12.4	Sí	14.9	No
2005-2009	19.3	6.6	16.6	Sí	19.8	Sí
2010-2014	22.1	4.9	12.2	Sí	14.6	Sí
2015-2017	22.8	10.9	27.2	No	32.6	No
2018*	22.6	8.6	21.5	Sí	25.8	No
2019*	22.7	7.1	17.7	Sí	21.3	Sí

* Proyecciones Anif.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.