

El problema de ahorro en Colombia: Una visión de largo plazo

Luis Fernando Mejía
Director ejecutivo

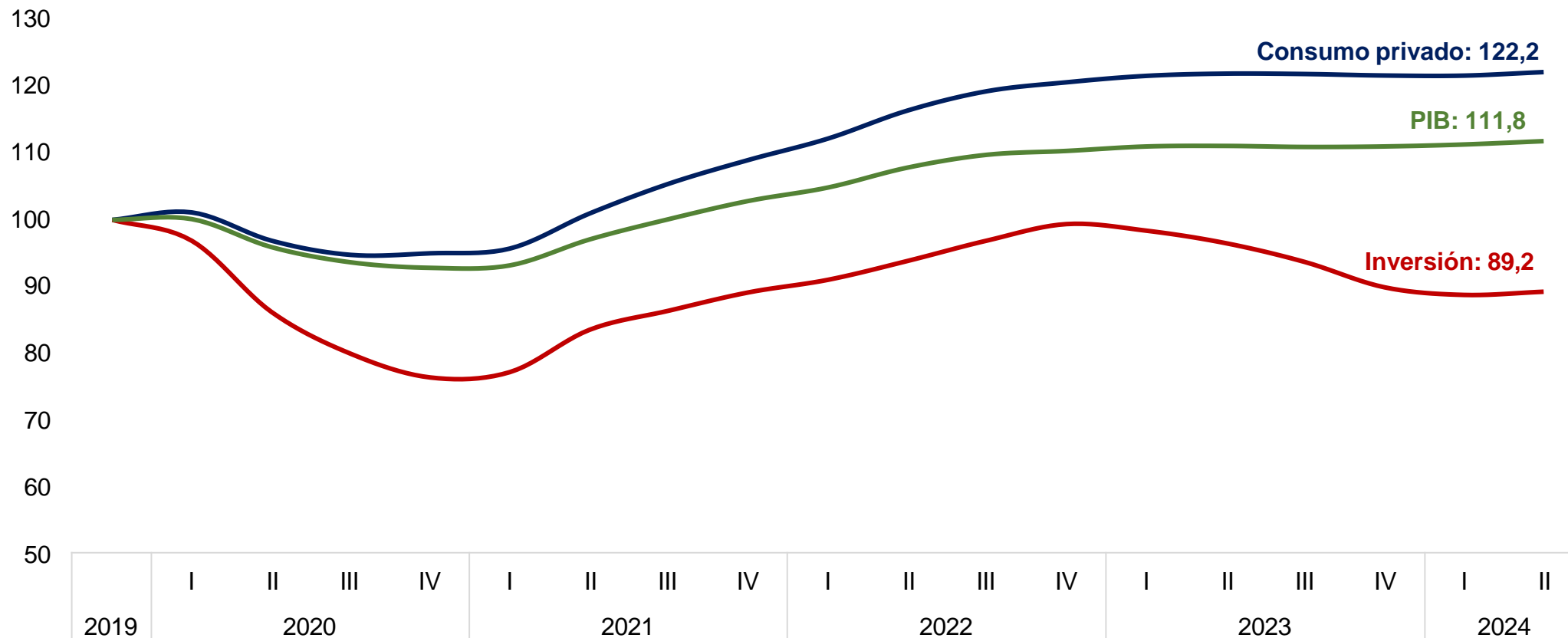
X @LuisFerMejia

25 de septiembre de 2024



En el segundo trimestre de 2024, el nivel de la producción fue 11,8% mayor frente a 2019, jalonado por el consumo privado. La inversión presenta un preocupante rezago, ubicándose 10,8% por debajo de los niveles prepandemia.

Evolución postpandemia del PIB, consumo privado e inversión (Índice 2019 = 100)

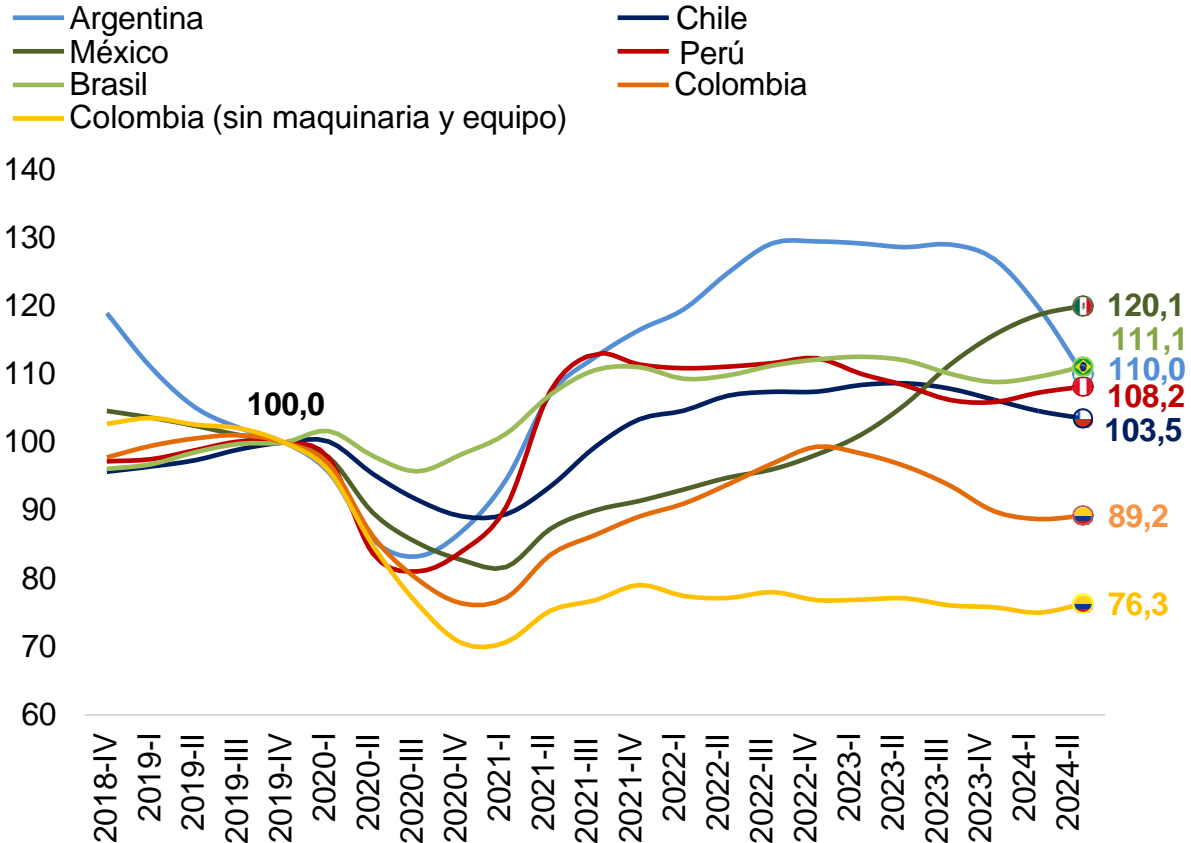


Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

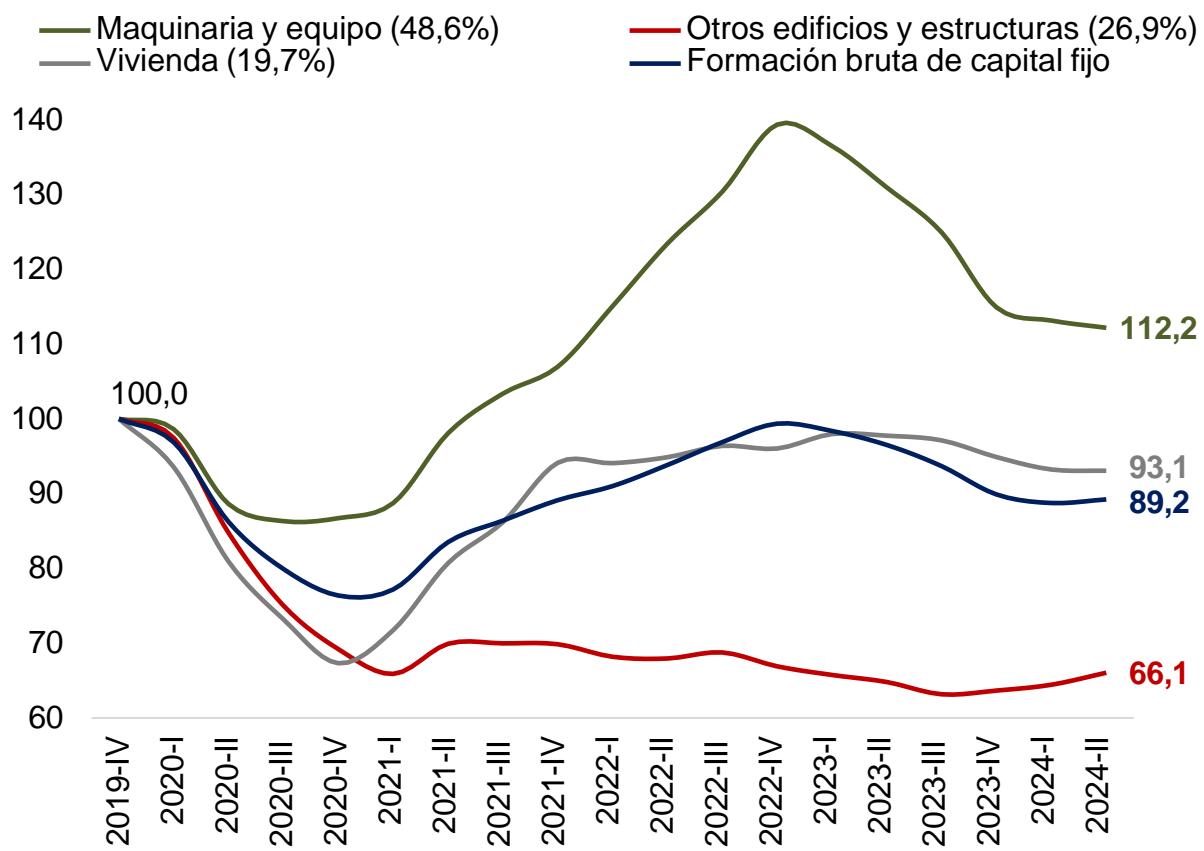
Nota: Se utilizaron las series corregidas por efecto estacional y calendario.

En lo corrido de 2024, todos los países de LAC6 mostraron niveles de inversión superiores a los registrados antes de la pandemia, excepto Colombia. Este rezago se acentúa al excluir el componente de maquinaria y equipo.

Inversión en LAC6 (Índice 2019 = 100)



Inversión por componentes en Colombia (Índice 2019 = 100)

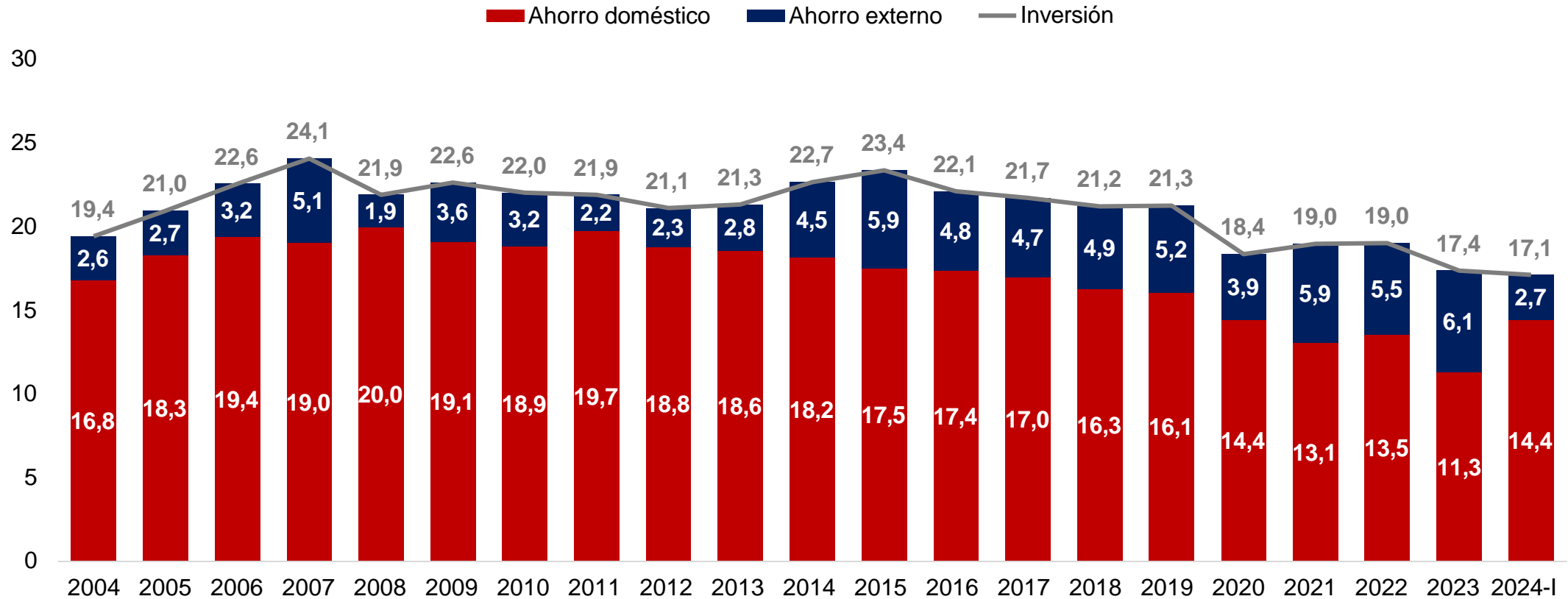


Fuente: DANE. INEGI. INEI. IBGE. INDEC. Banco Central de Chile.

Nota: Se utilizaron las series corregidas por efecto estacional y calendario. Para Argentina el último dato disponible corresponde al primer trimestre de 2024. Para México se toma el índice de formación bruta de capital fijo publicado por el INEGI.

Tras la caída de la tasa de inversión de la economía en 2020, esta no se ha recuperado. Sin embargo, en lo corrido de 2024, el ahorro doméstico ha sido superior a lo observado en 2023, lo que ha reducido las necesidades de financiamiento externo para financiar la moderada recuperación de la inversión.

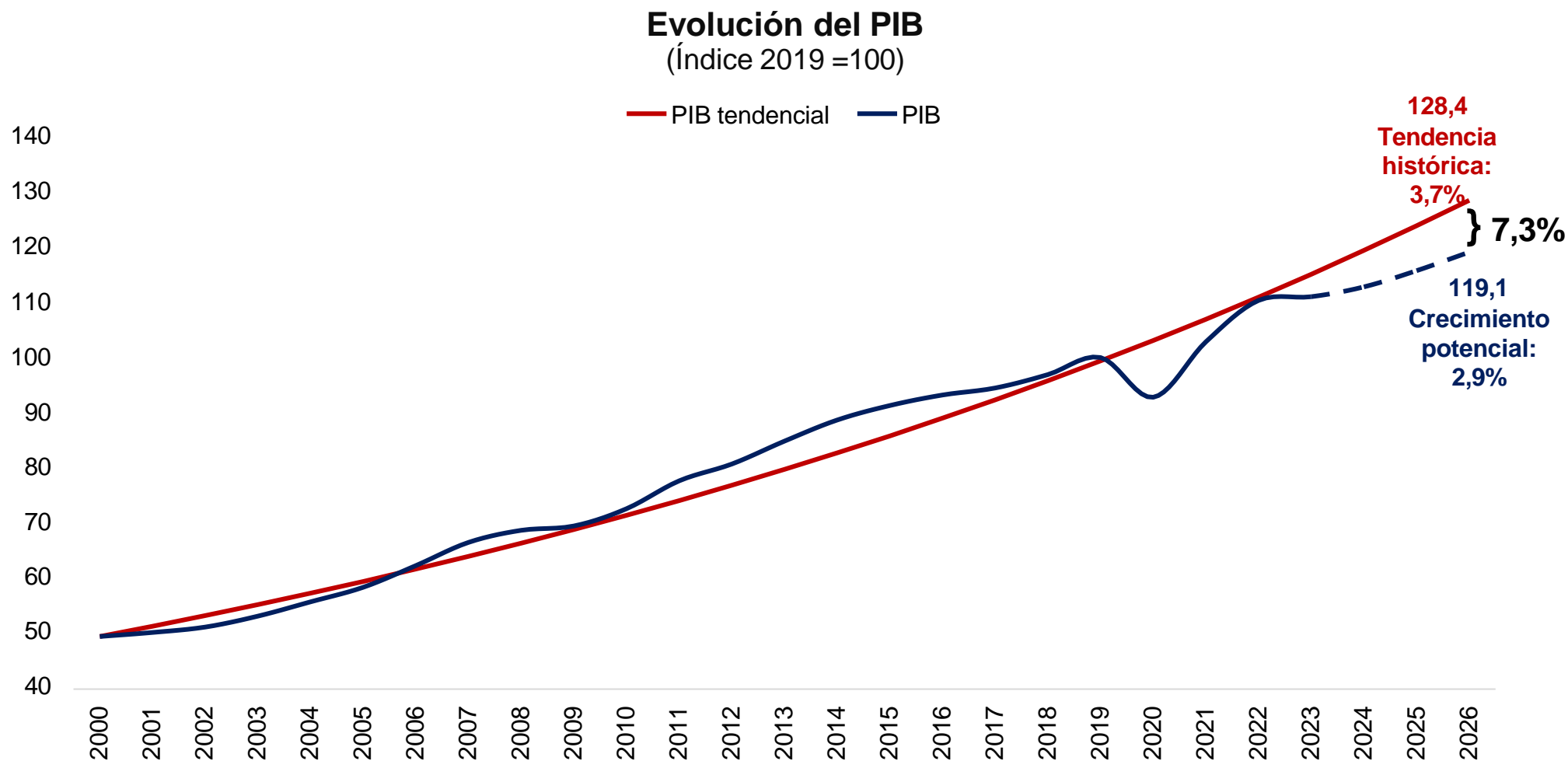
Ahorro e Inversión (% del PIB)



Fuente: DANE – Cuentas nacionales por sector institucional.

Nota: La inversión hace referencia a la formación bruta de capital fijo (FBKF). Valores a precios corrientes.

Se estima que el crecimiento potencial del PIB es del 2,9%, inferior al promedio de 3,7% registrado en el periodo prepandemia (2000-2019). Para 2026, el nivel del PIB se proyecta un 7,3% por debajo de su tendencia histórica.

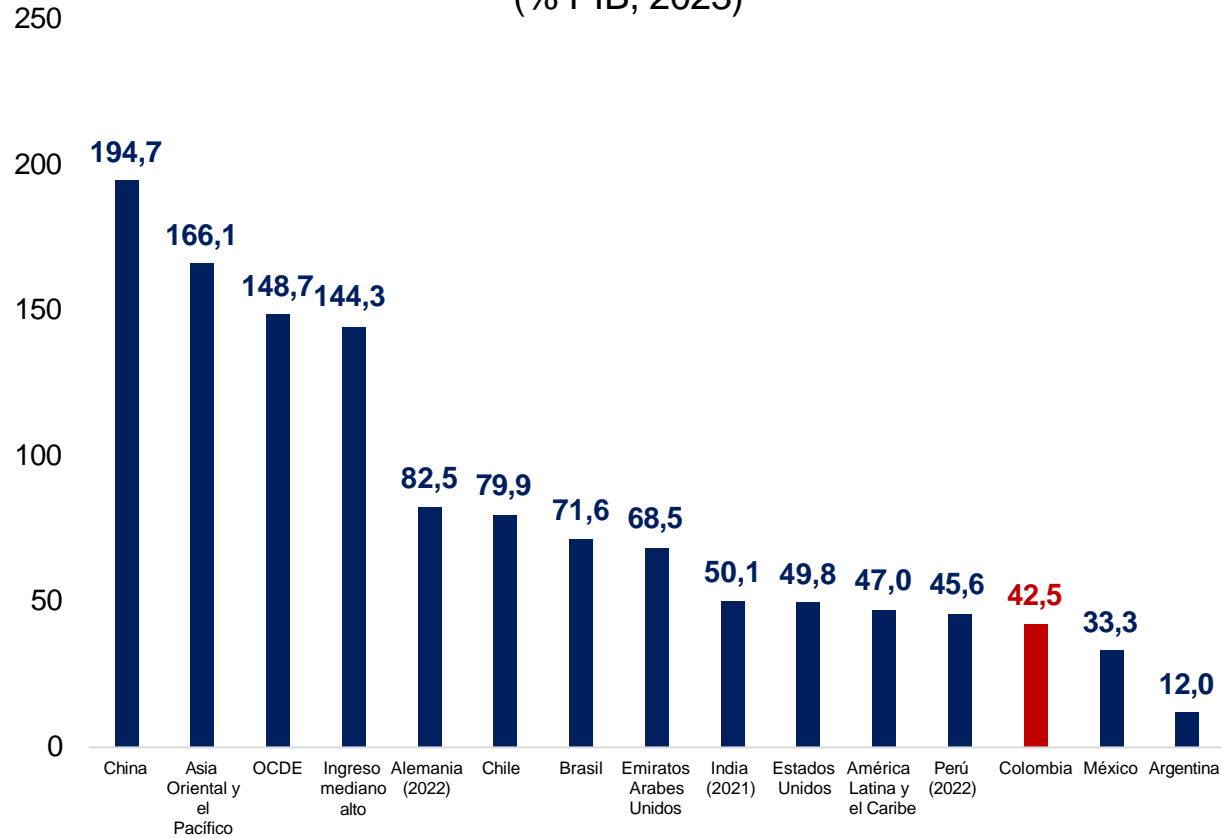


Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

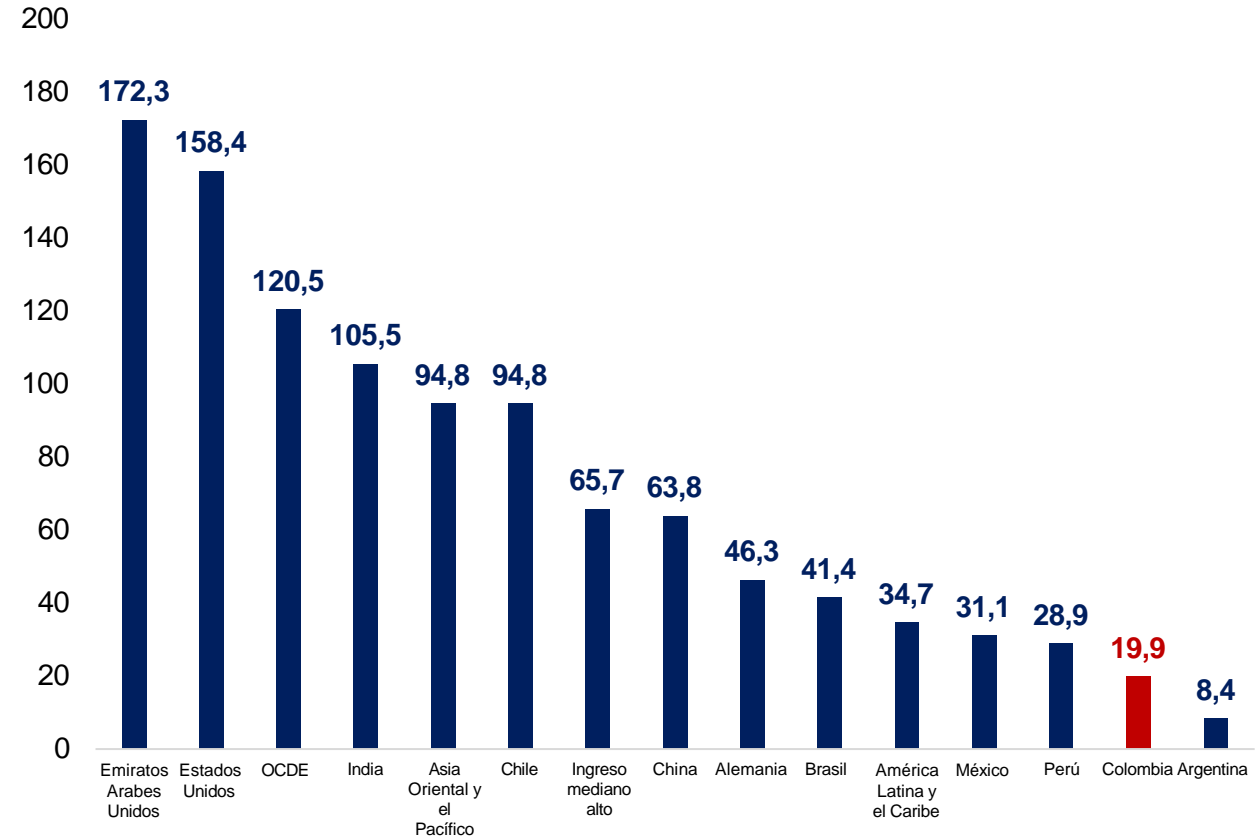
Nota: Se utilizaron las series corregidas por efecto estacional y calendario.

Tanto el mercado intermediado como el no intermediado presentan una baja profundidad relativo a otros grupos de países, como nuestros pares regionales y economías de la OCDE.

Crédito bancario interno al sector privado doméstico (% PIB, 2023)



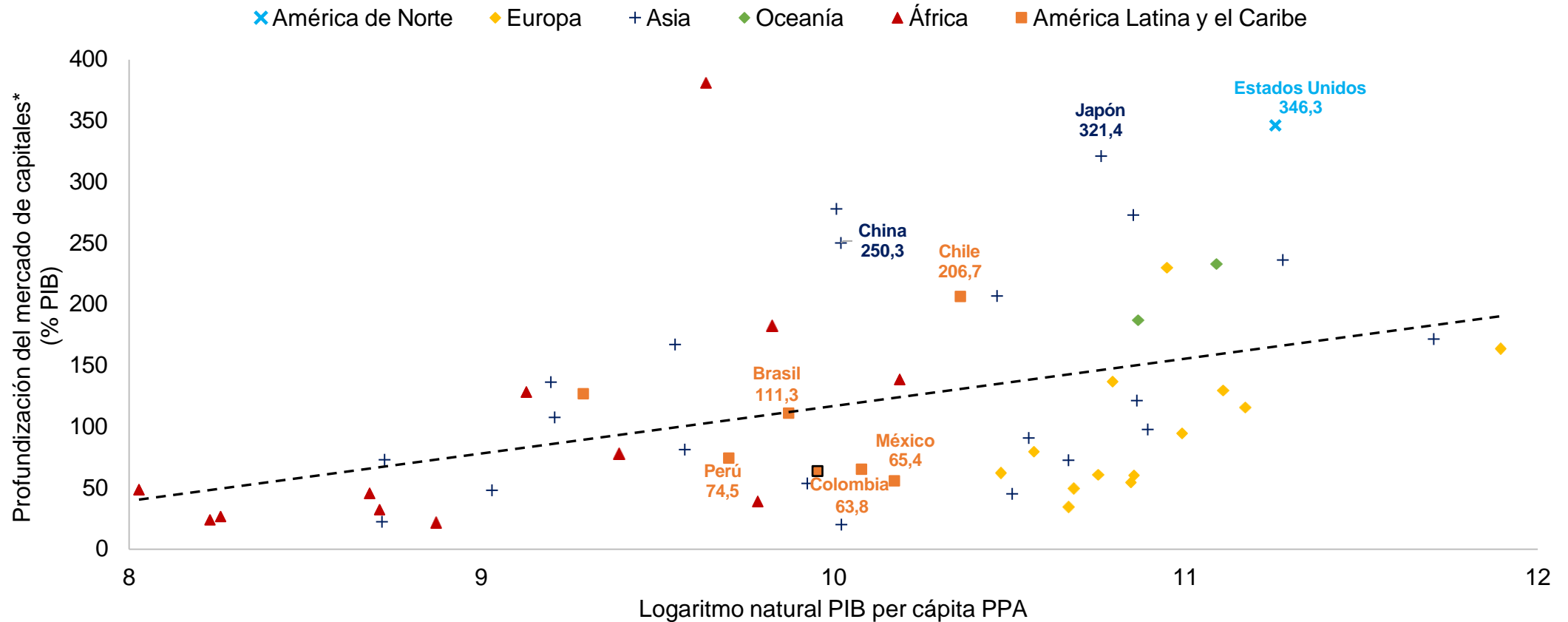
Capitalización bursátil de empresas domésticas (% PIB, 2022)



Fuente: Banco Mundial. Cálculos Fedesarrollo.

Colombia presenta una profundidad del mercado de capitales de 63,8% del PIB, ubicándose 51,5 puntos porcentuales por debajo del promedio global para su nivel de ingreso (115,3% del PIB).

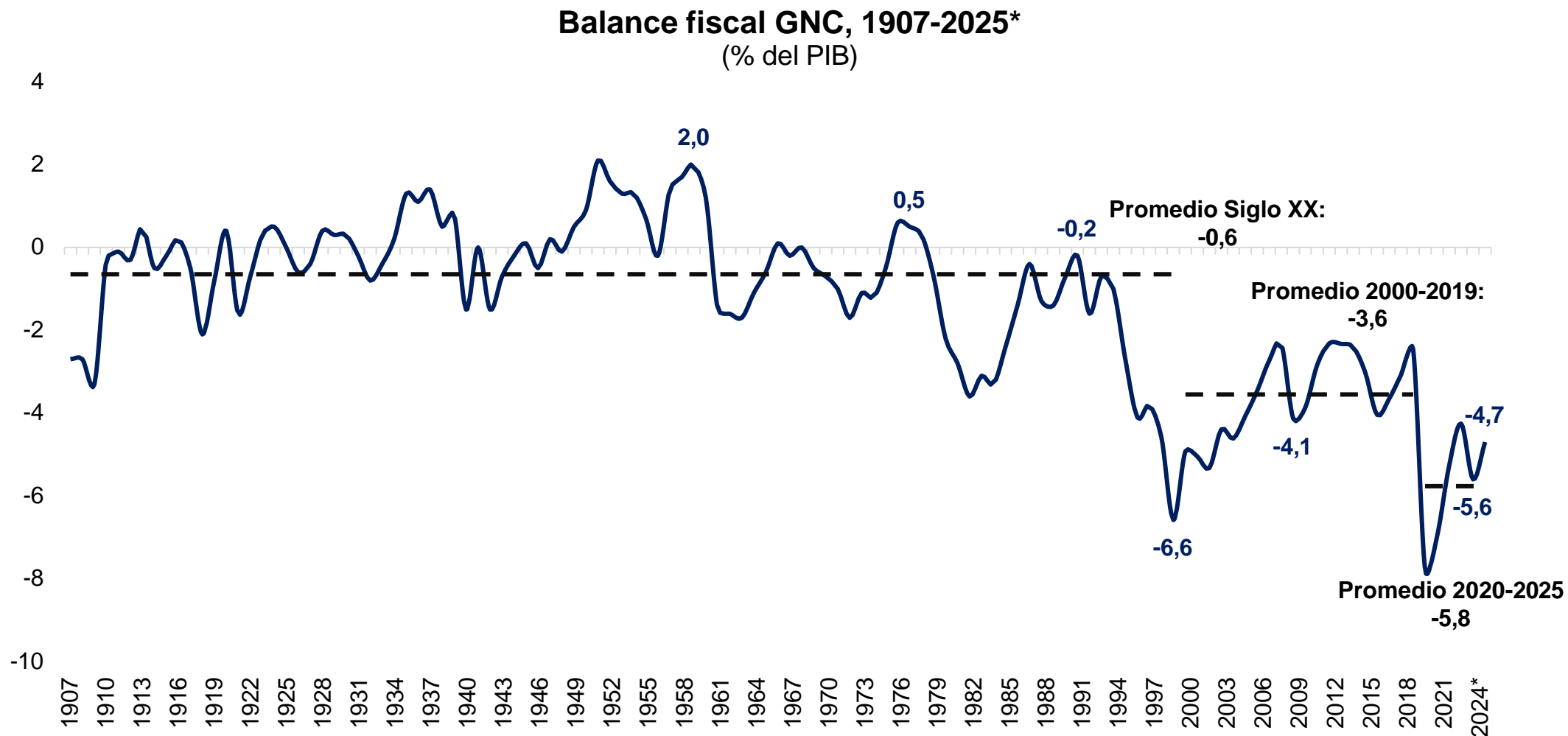
Profundidad del mercado de capitales por nivel de ingreso (2022)



Fuente: Banco Mundial. Cálculos Fedesarrollo.

*La profundidad del mercado de capitales como porcentaje del PIB se calcula como la suma de los créditos al sector privado y la capitalización de las empresas nacionales en el mercado de valores..

A 2025, el déficit fiscal del GNC sumaría cinco años consecutivos con niveles superiores a los registrados en la historia de Colombia, tanto en el siglo XX (0,6% del PIB) como en el siglo XXI antes de la pandemia (3,6% del PIB).

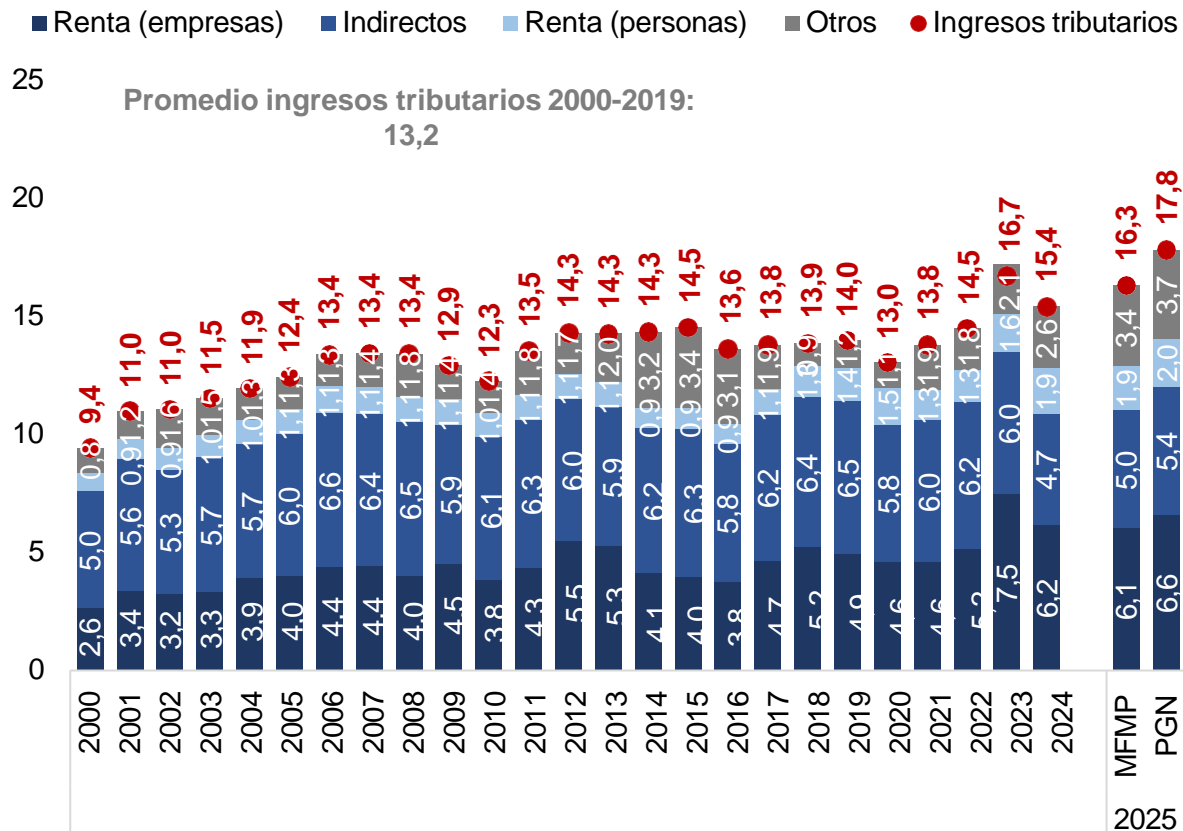


Fuente: Actualización de Rincón y Junguito (2004) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público..

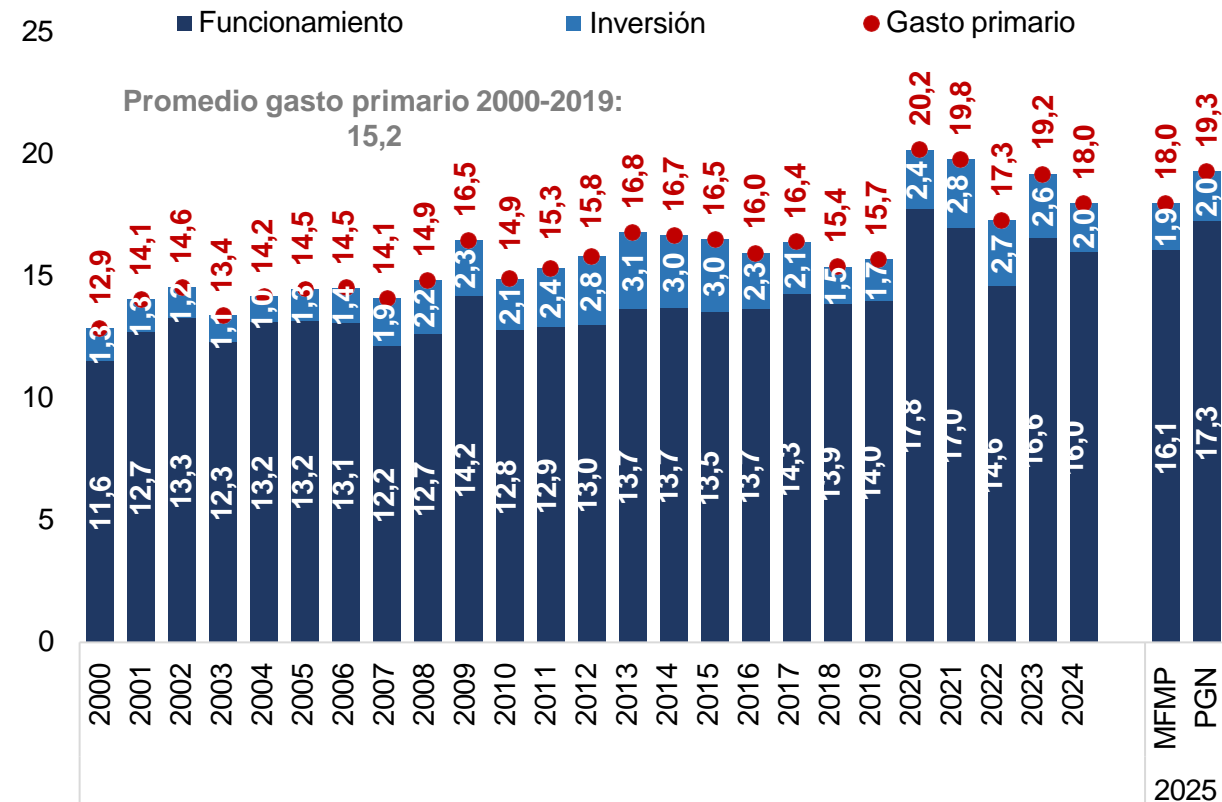
*El dato de 2025 corresponde al escenario del PGN, ya que en el MFMP 2024 se estimó un balance del -5,1% del PIB.

De acuerdo con el PGN 2025, se estiman ingresos tributarios para el GNC del 17,8% del PIB, 1,5 pps por encima de lo estimado en el MFMP 2024. Dado el riesgo de materialización de estos recursos, es esencial que el gasto primario del GNC sea ajustado a la baja, ubicándose en un nivel similar al presentado en el MFMP 2024.

Ingresos tributarios (GNC) (% del PIB)



Gasto primario* (GNC) (% del PIB)



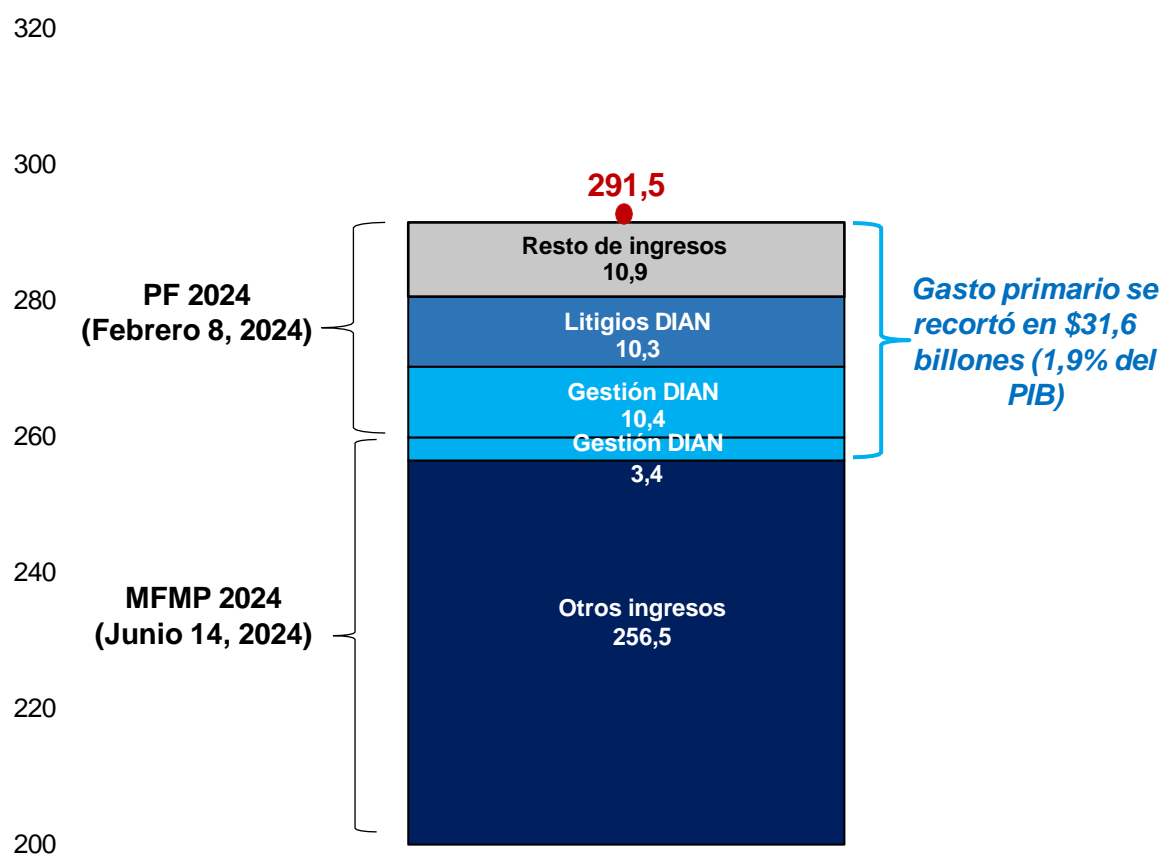
Fuente: Cálculos Fedesarrollo con datos del MHCP- MFMP, CEPAL y OCDE.

*A modo comparativo, el presupuesto de ingreso solidario por \$4,3 billones en 2020 (0,4% del PIB) y \$6,9 billones en 2021 (0,6% del PIB) desde el presupuesto de funcionamiento (FOME) se reclasificaron al rubro de inversión de estos años.

Fedesarrollo anticipó la necesidad de hacer recortes de más de \$20 billones en 2024 y 2025. En el último marco fiscal, el Gobierno incorporó un recorte de más de \$30 billones en el gasto de 2024, y considerando los ingresos proyectados para 2025, es fundamental recortar el presupuesto en \$26,6 billones para cumplir con la regla fiscal.

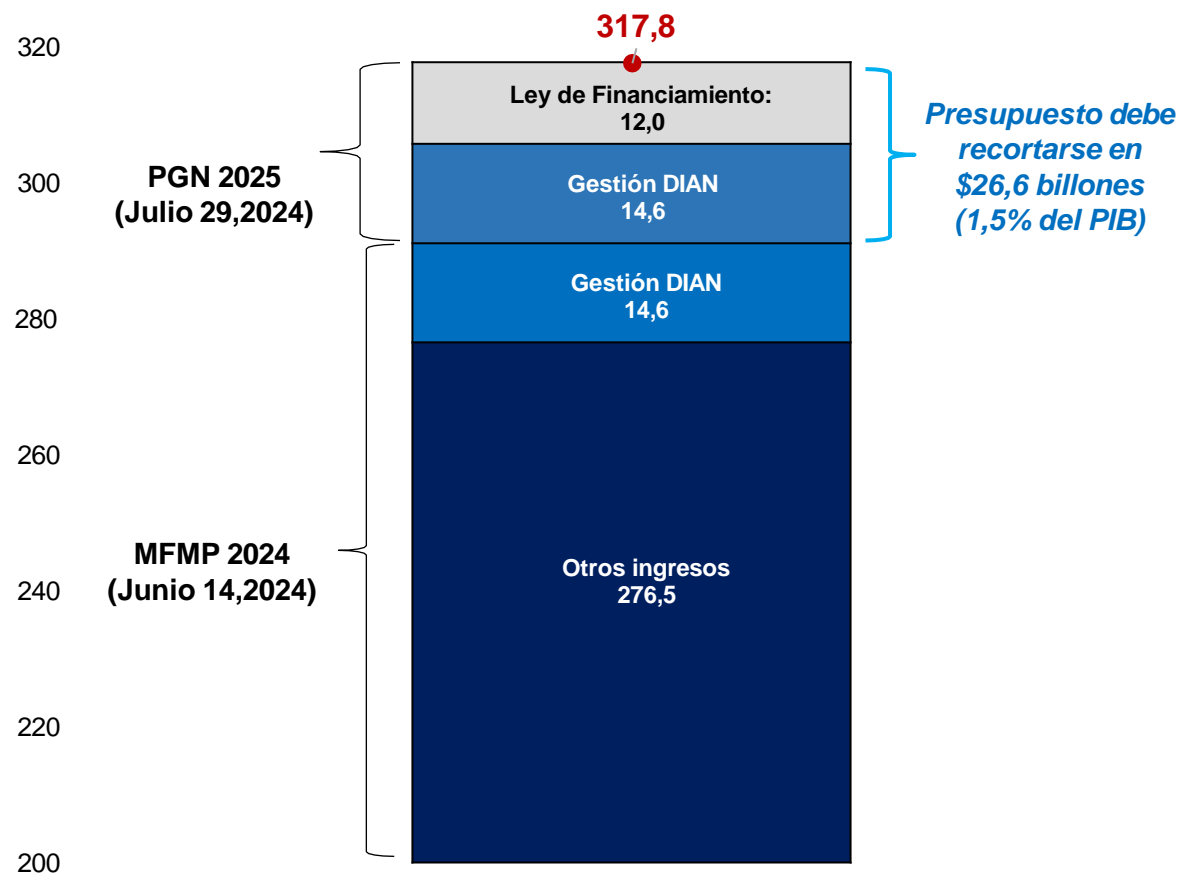
Ingresos corrientes del GNC, 2024*

(Billones de pesos corrientes)



Ingresos corrientes del GNC, 2025*

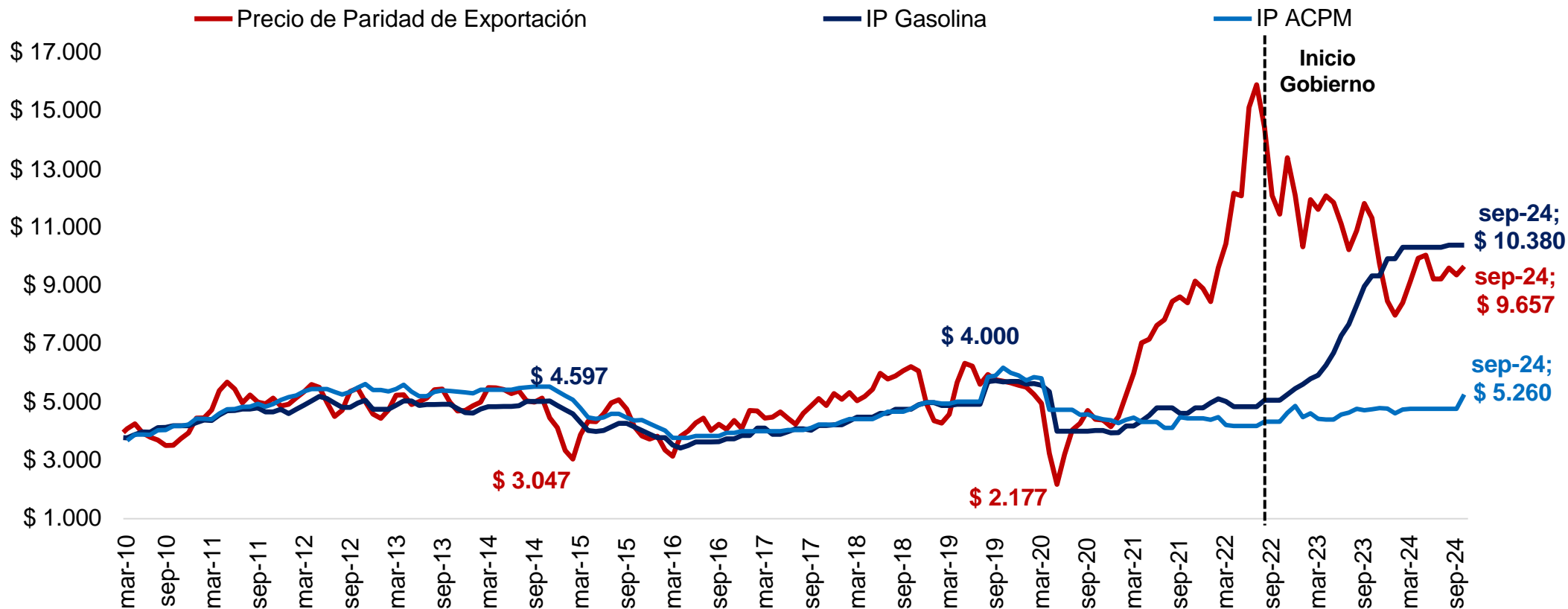
(Billones de pesos corrientes)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo. *Ingresos corrientes corresponde a la suma de los ingresos tributarios y no tributarios.

El aumento en el precio de la gasolina ha aliviado la presión fiscal sobre el FEPC. Aunque el incremento en el precio del ACPM es una medida políticamente costosa e impopular, es esencial para reducir el costo fiscal que asume el Gobierno por subsidiar su consumo.

Ingreso al productor y precio paridad de exportación* (Pesos/galón)

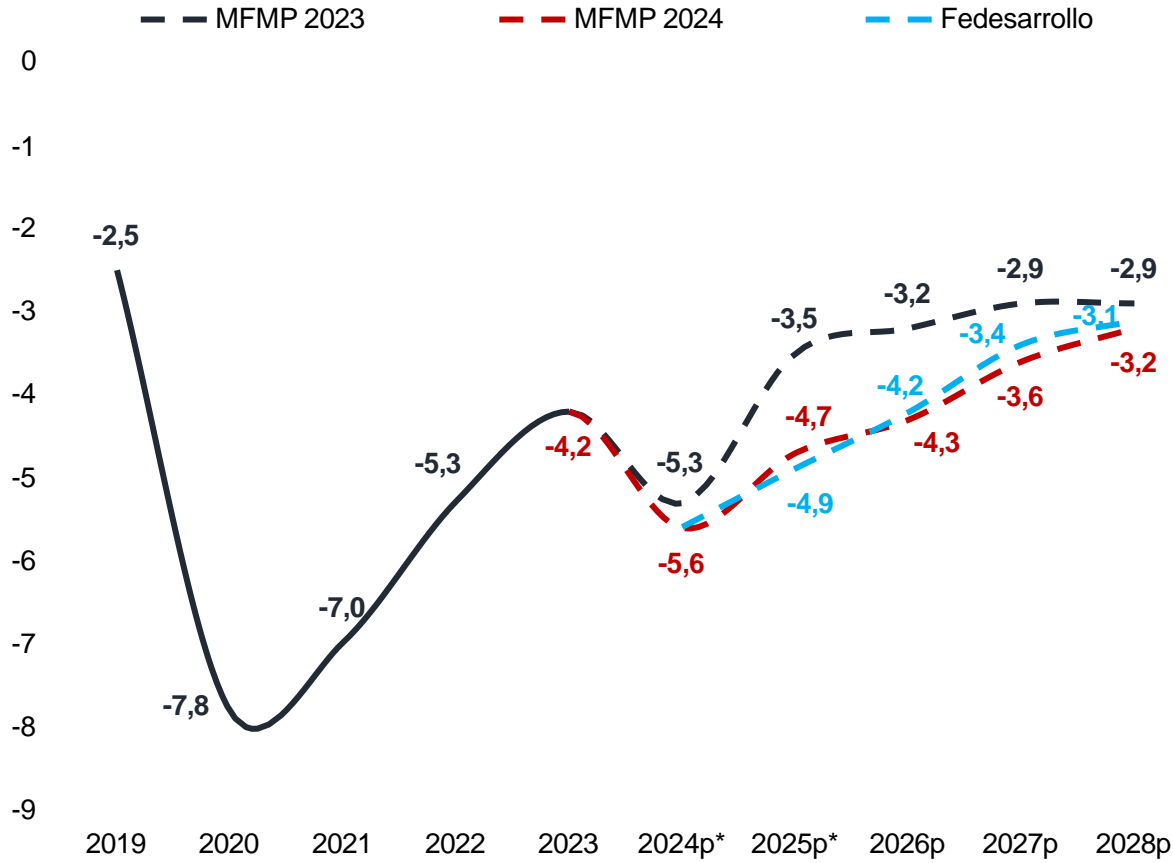


Fuente: EIA y Ministerio de Minas y Energía.

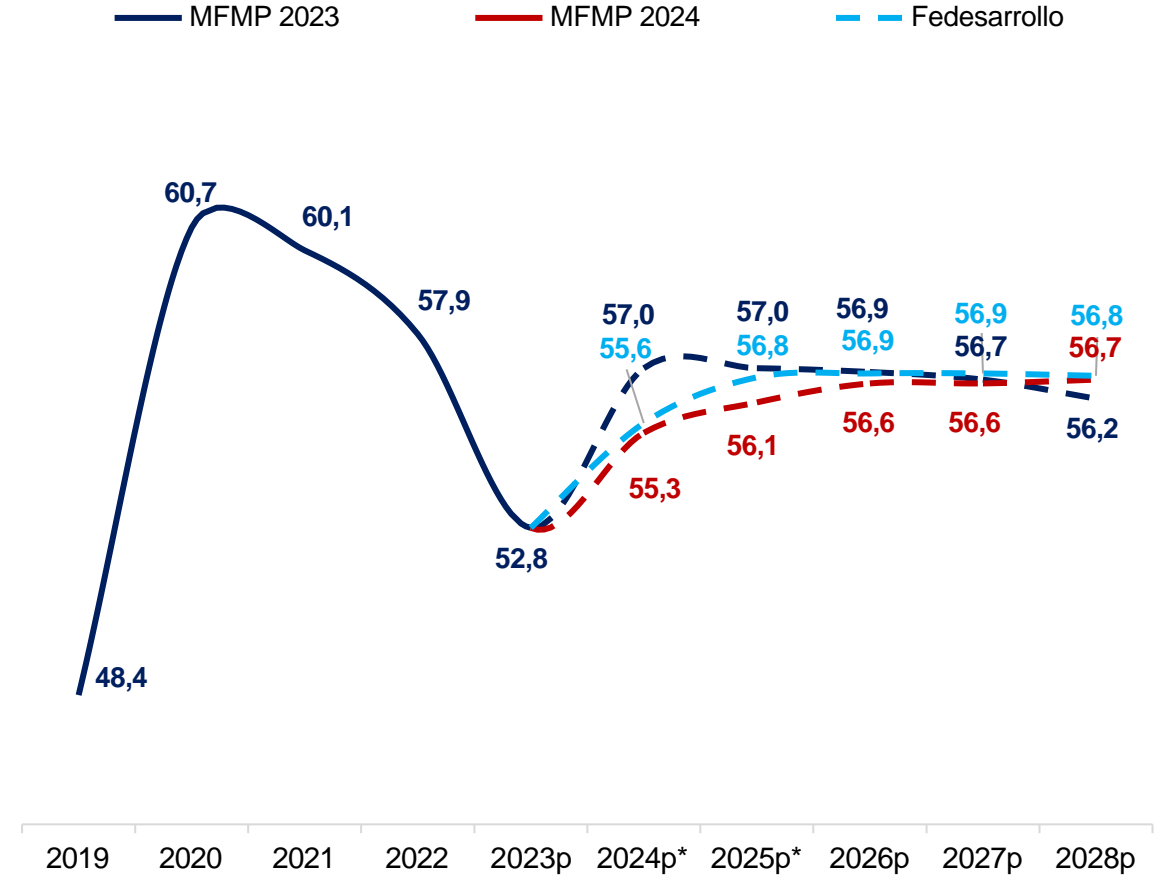
*Se refiere al valor en pesos de la referencia U.S. Gulf Coast Conventional Gasoline Regular Spot Price FOB.

Hacia adelante, se espera un déficit fiscal del GNC persistentemente más alto frente a lo proyectado un año atrás. Como resultado, en los próximos años la deuda se ubicaría por encima del ancla (55% del PIB) y sería superior a lo estimado en el marco fiscal de 2023.

Balance fiscal del GNC (% del PIB)



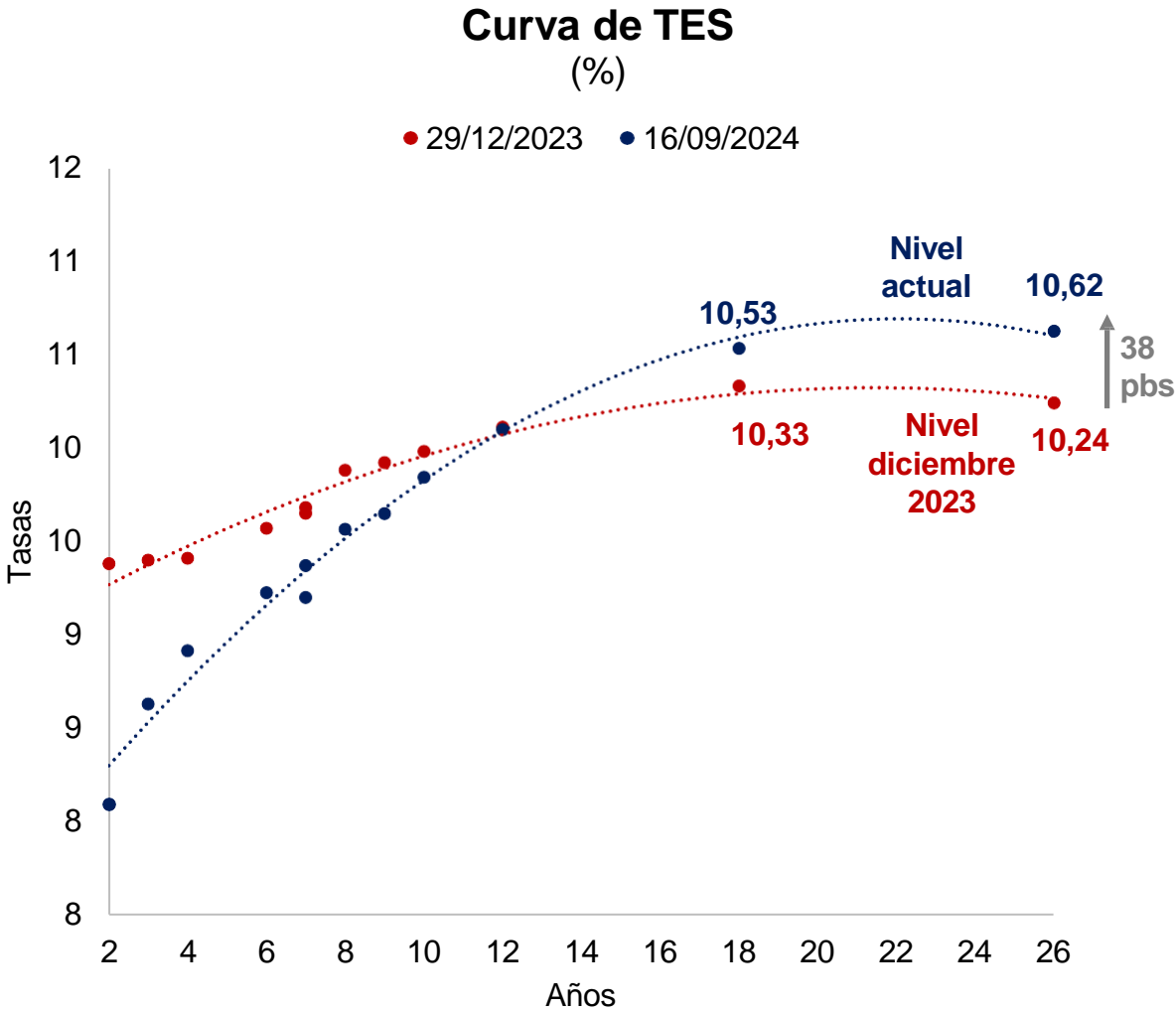
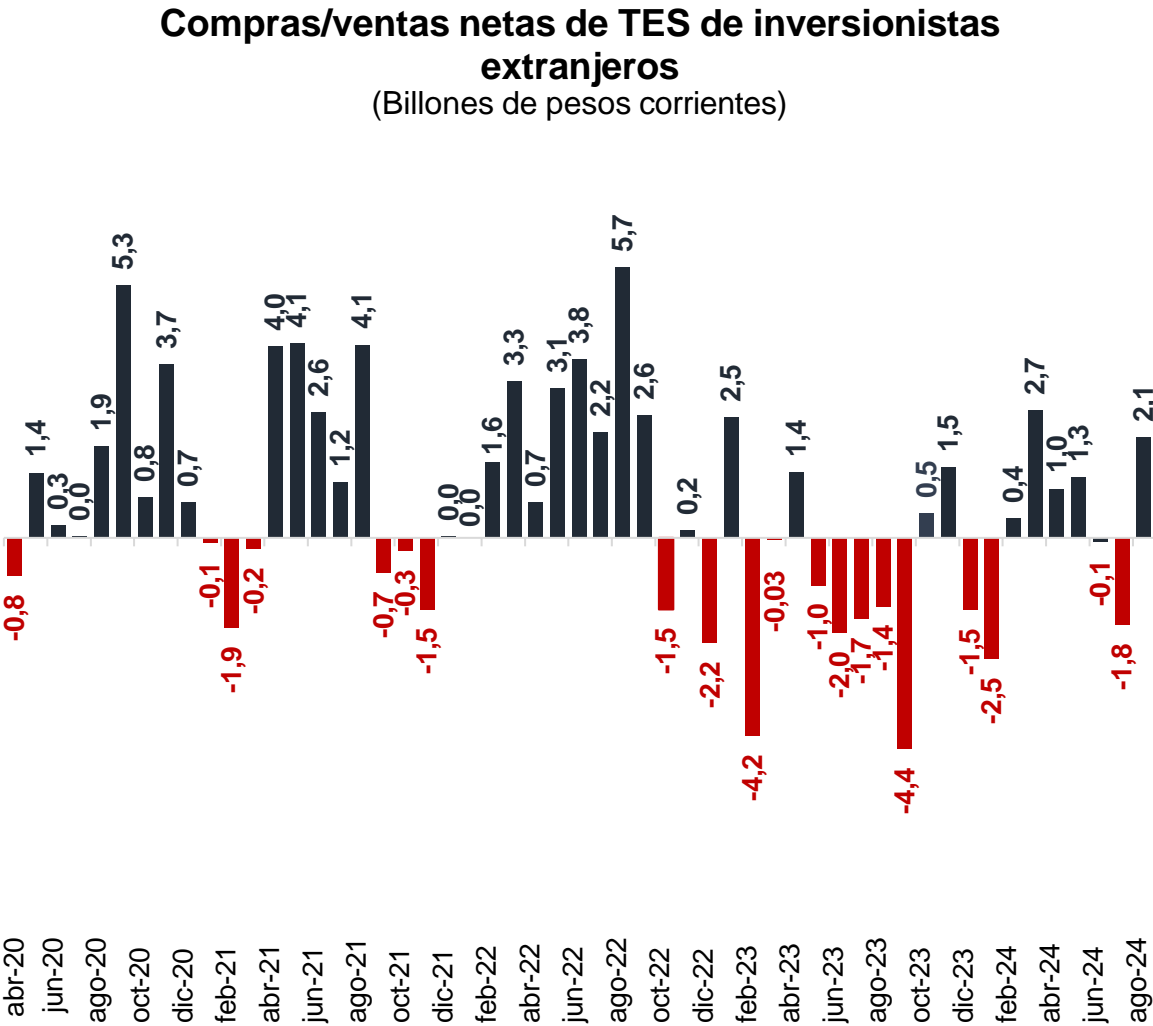
Deuda neta del GNC (% del PIB)



Fuente: MHCP-MFMP. Cálculos Fedesarrollo.

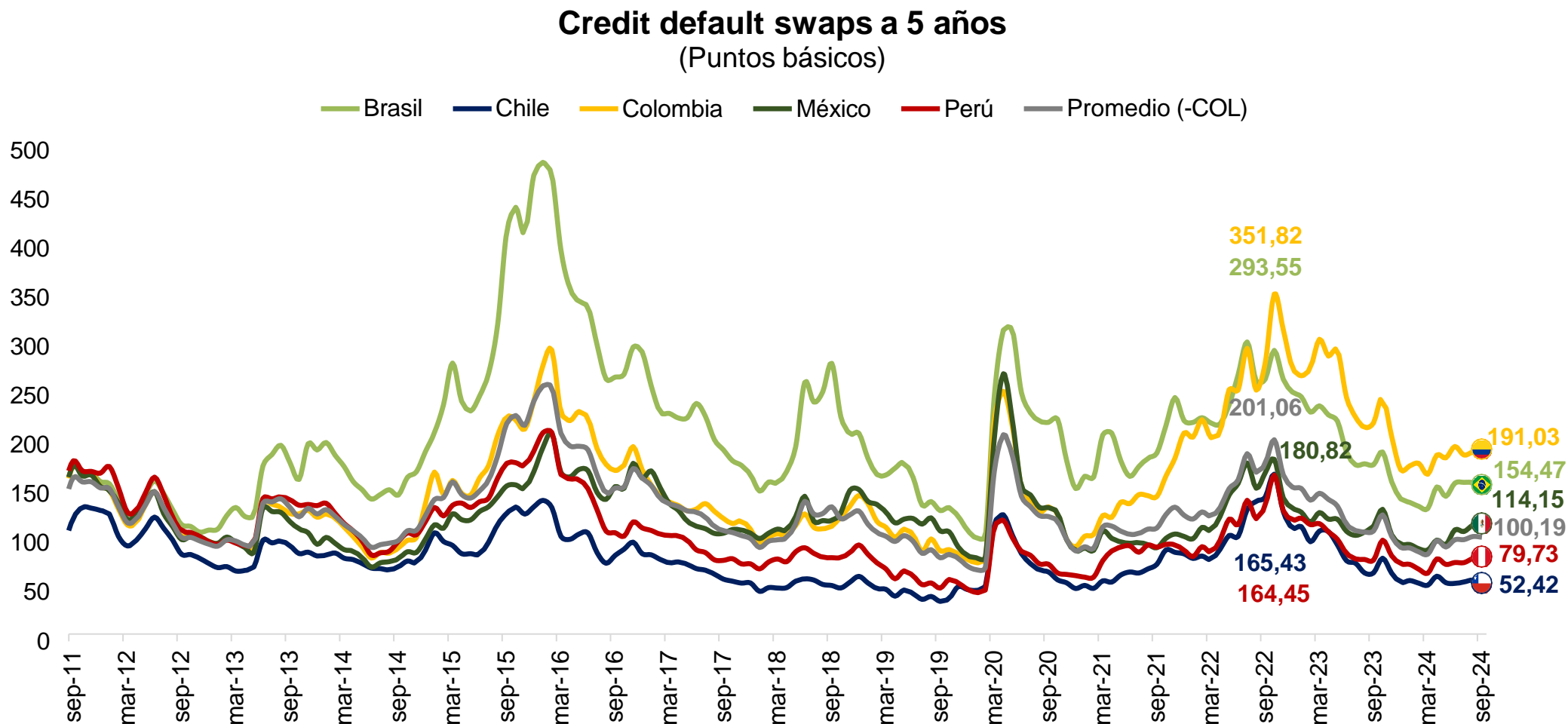
*El dato de 2025 corresponde al escenario del PGN, ya que en el MFMP 2024 se estimó un balance del -5,1% del PIB y una deuda neta del 56,5% del PIB para este año.

El apetito de los inversores extranjeros por los TES ha registrado un balance heterogéneo en lo corrido del año. Las emisiones recientes de TES se han concentrado en títulos de larga duración, lo que, sumado a la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas, se ha traducido en un empinamiento de las curvas de rendimientos.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República.

La prima de riesgo ha aumentado en Colombia desde mayo de 2021. Se produjo una rápida subida de los CDS de Colombia en la segunda mitad de 2022, con una importante recuperación desde 2023 y en lo corrido de 2024.



Fuente: Bloomberg. Actualizado al 18 de septiembre de 2024.

Análisis de reformas estructurales del Gobierno

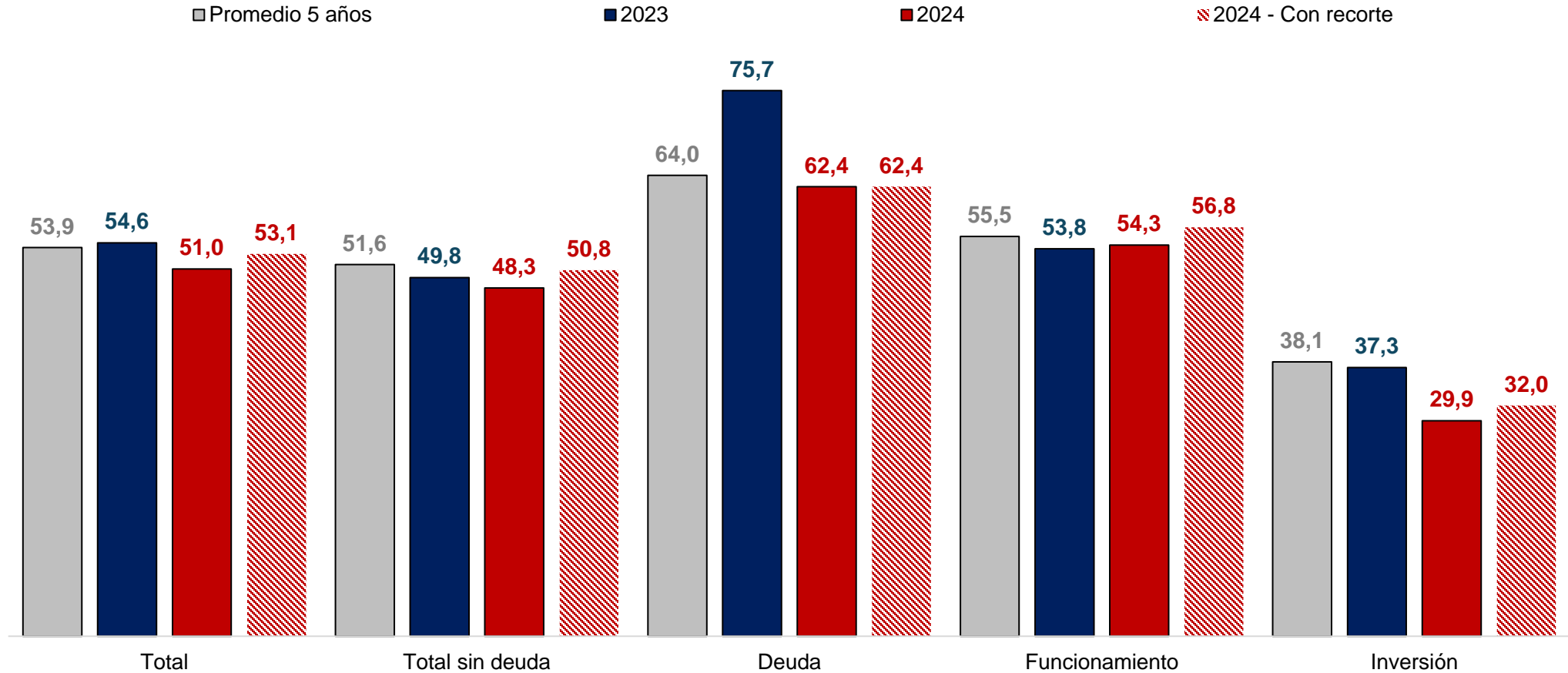


Ley de financiamiento



Teniendo en cuenta el aplazamiento de apropiaciones por \$20 billones anunciado por el Gobierno*, la ejecución en 2024 con corte a agosto se ubicó en 53,1%, similar al promedio del mismo periodo en los últimos cinco años. El principal rezago en la ejecución se concentra en el rubro de inversión.

Ejecución presupuestal a agosto (%)



Fuente: MHCP. Cálculos Fedesarrollo. *Establecido en el Decreto 0766.

El proyecto ley de financiamiento presentado por el Gobierno reduce sustancialmente su alcance inicial y **contiene elementos positivos** que merecen ser discutidos.

– **Impacto fiscal neutro de la reforma a partir de 2027:**

- El gobierno reconoce implícitamente que no hay margen para aumentar sustancialmente la carga tributaria.

– **Reducción marginal de la tarifa de renta e introducción de tarifas marginales diferenciales:**

- La reducción de la tarifa de renta, en mayor proporción para empresas pequeñas, permitirá revertir parte de los efectos de las reformas de 2021 y 2022, que han generado efectos adversos sobre la inversión.

– **Eliminación del régimen simple de tributación:**

- Este régimen ha generado incentivos a las empresas a operar en pequeña escala para evitar un aumento en su carga tributaria.

– **Introducción de IVA a juegos de suerte y azar:**

- Se corrige la asimetría entre los juegos de suerte y azar físicos, que ya están gravados con IVA, y los digitales, que hasta ahora han estado excluidos. Esta medida no tendría un impacto inflacionario directo, pero sí representaría la principal fuente de recaudo.

La reforma **también incluye elementos que consideramos inconvenientes**, como las modificaciones a la regla fiscal, el impuesto al patrimonio a las sociedades nacionales y el impuesto al carbono.

- **Modificación a la regla fiscal**, permitiendo que el gasto en inversiones verdes no se contabilice dentro de los límites establecidos para el déficit fiscal por hasta 0,3% del PIB hasta 2030 y 0,31% del PIB de 2031-2035:
 - Esto va en contravía del compromiso del Gobierno por el estricto cumplimiento de la regla fiscal.
 - La interpretación de los acreedores de esta medida podría aumentar la prima de riesgo y, por esa vía, incrementar los costos de financiamiento para la Nación en más de \$1 billón por cada aumento de 100 puntos básicos en las tasas internas y externas.
- **La reforma también reduce el umbral para ser sujeto del impuesto al patrimonio, aumenta la tarifa marginal para el tramo más alto del 1,5% al 2,0% e incluye como sujetos pasivos a las personas jurídicas*:**
 - A las sociedades nacionales se les aplicaría una tarifa del 1,5% sobre el valor de sus activos fijos reales no productivos.
 - Actualmente solo cuatro países mantienen este impuesto: Noruega, Suiza, España y Colombia. Los primeros tres sólo a personas naturales.
 - En la práctica, los impuestos a la riqueza generan distorsiones en las decisiones de ahorro e inversión, incentivan la fuga de capitales y tienen efectos indirectos negativos sobre otras variables macroeconómicas, como el empleo, la actividad económica y los ingresos fiscales.
- **El gobierno propone triplicar la tarifa del impuesto al carbono e incluir al carbón dentro de la base gravable:**
 - El impuesto podría aumentar en cerca de 20% los costos variables de empresas que usan el carbón como insumo de producción. Fedesarrollo estima que este incremento en los costos del carbón podría reducir la utilidad neta de estas empresas en un promedio de 15% cada año hasta 2028**.
 - Igualmente, será necesario analizar con más detalle sus efectos potenciales sobre la inflación.

(*) Actualmente, a las empresas extranjeras que no declaran renta se les aplica el impuesto al patrimonio con las mismas tarifas aplicables a las personas naturales, conforme al artículo 292-3 del ET.

(**) Este ejercicio asume que el mayor costo del carbón lo absorbe la compañía a través de sus márgenes de rentabilidad, sin transferir el costo al consumidor.

Reforma laboral



La reforma laboral ya surtió su primer debate en la comisión séptima de la Cámara de Representantes y actualmente se debate en la plenaria. Algunas de las medidas que contiene el proyecto de ley se traducirían en impactos negativos sobre el mercado laboral.

- La reforma laboral propuesta por el Gobierno está enfocada en otorgar una **mayor remuneración y protección a los empleados formales**. Esto se hace a través de varias medidas, entre las que se destacan:
 - Una reducción en la jornada diurna, la cual terminaría a las 7 pm, generando un sobrecargo del 35% en las horas laboradas entre las 7 pm y las 9 pm.
 - Un aumento en los recargos dominicales y festivos, que pasarían del 75% al 100% (de forma gradual llegando a 80% en 2025, 90% en 2026 y 100% en 2027).
 - Un aumento en la indemnización por despido sin justa causa.
- En un mercado laboral de altas tasas de desempleo (10,3% en el último trimestre móvil*) y altas tasas de informalidad (55,9% en el último trimestre móvil), **estas medidas generarían un aumento en el empleo informal y un desincentivo a la generación de empleo en Colombia**.
- El proyecto de ley también contempla cambios asociados a las cotizaciones a seguridad social:
 - Se contempla que los colaboradores **de plataformas digitales** puedan cotizar a seguridad social aun cuando devenguen menos de un salario mínimo diario. Esto constituye un avance hacia la **flexibilización** del empleo formal.
 - Un cambio similar ocurre con las **microempresas formales**, los cuales podrían realizar pagos a seguridad social a **tiempo parcial**.

(*) Trimestre comprendido entre mayo y julio de 2024.

Como resultado de la reforma, se estima que los costos de contratación para las empresas incrementarían entre 2,7% y 4,8% del salario promedio, derivado de medidas como el incremento en los costos de despido, la modificación de la jornada y el aumento de los recargos, lo que podría resultar en la pérdida de hasta 578.000 empleos formales.

- Las medidas de la reforma laboral resultarían en un **aumento en los costos no salariales**, por cuenta del incremento en los costos de despido, la reducción de la jornada diurna y laboral, y el incremento en los recargos dominicales y festivos.
- El incremento acumulado en los costos no salariales de estas medidas sería de entre 2,7% y 4,8% del salario promedio, lo que podría resultar en un **incremento en la informalidad de entre 1,4 y 2,5 puntos porcentuales**.
- Lo anterior resultaría en **una pérdida de entre 346 mil y 578 mil empleos formales**.
- Esto podría **reversar entre un 22% y un 37% la reducción en la informalidad observada entre 2012 y 2018***.

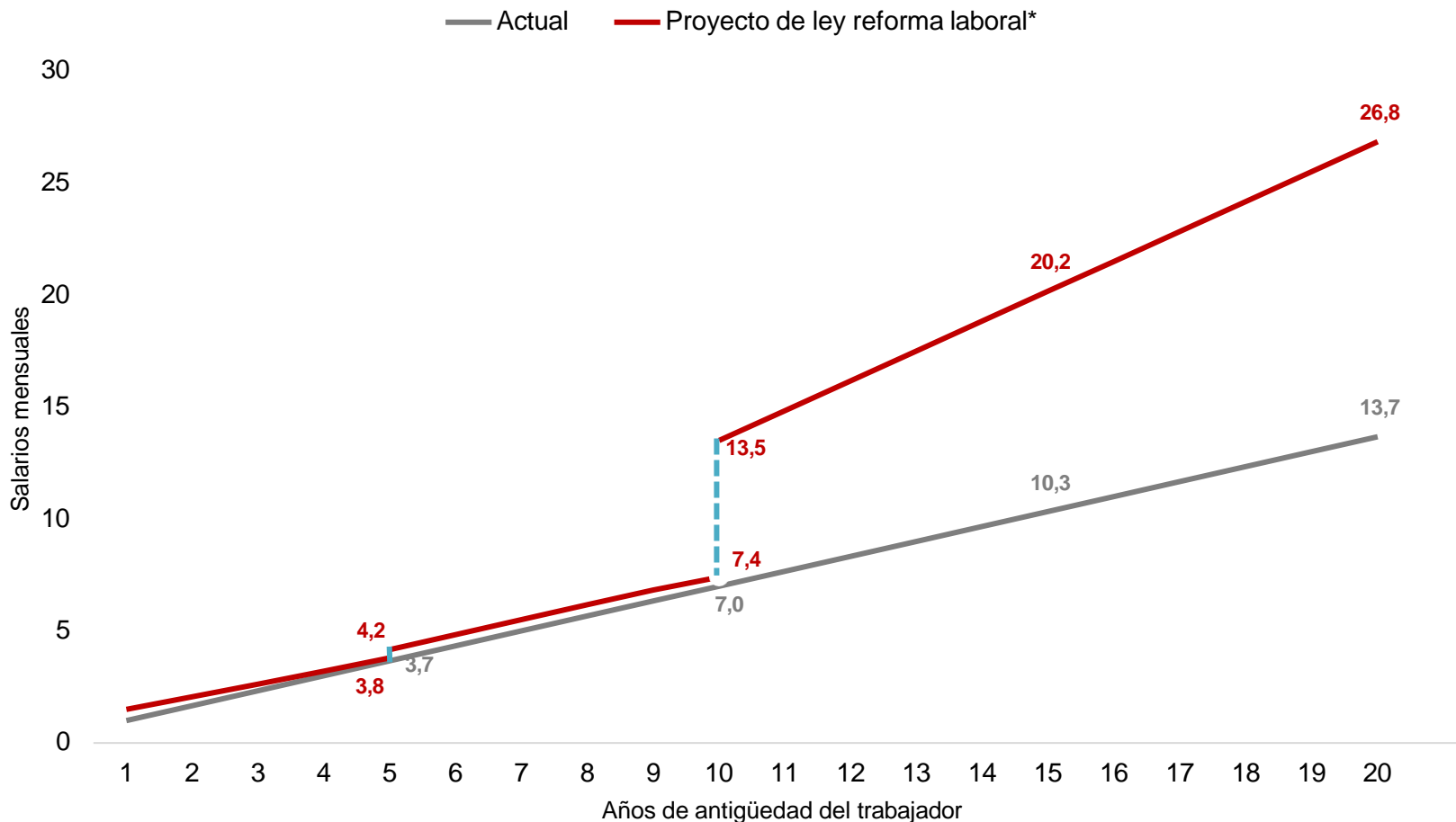
Impactos de las medidas de la reforma laboral en los costos de contratación e impactos en informalidad

	Incremento en costos no salariales (% del salario promedio)	Impacto sobre la informalidad (Puntos porcentuales)
Reducción de la jornada laboral de 46 a 42 horas	0,8%-1,7%	0,4-0,9
Disminución de la jornada diurna de 6 am – 9 pm a 6 am – 7 pm	0,0%-0,7%	0,0-0,3
Aumento de recargos dominicales y festivos de 75% a 100%	0,4%-0,9%	0,2-0,5
Aumento de indemnizaciones por despidos sin justa causa	1,5%	0,8
Impacto acumulado	2,7% - 4,8%	1,4 - 2,5

Fuente: Heckman y Pagés (2004). Cálculos Fedesarrollo. Nota: el impacto en la informalidad se construye como un rango debido a que se realizan diferentes escenarios sobre el efecto de la modificación de la jornada diurna y ordinaria, y los recargos. (*) La informalidad se redujo en 6,8 puntos porcentuales en las ciudades principales entre 2012 y 2018, pasando de 56,1% a 49,3%, luego de la entrada en vigencia de la reforma tributaria de 2012.

La medida del aumento en los costos por despido sin justa causa incluida en la reforma laboral genera un escalonamiento en el costo de la indemnización, el cual podría crear incentivos perversos por parte de los empleadores en los años previos a los saltos (5 y 10 años).

Monto de indemnización por años trabajados en la empresa



Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

*Estimaciones con base en el artículo 8 de la ponencia para segundo debate del proyecto de ley, radicada en agosto de 2024.

A modo de reflexión...

- Colombia es un país de bajo ahorro público y privado, y baja inversión.
 - Este problema se ha agudizado postpandemia.
- Uno de los retos más importantes para aumentar el ahorro tiene que ver con la **profundización del mercado de capitales no bancario**, el segundo pilar del financiamiento para las empresas, que además puede aumentar la competencia.
- El alto costo de capital hoy no hace atractivo muchos proyectos de inversión. Esto se debe a una estructura de **impuestos corporativos que no es atractiva** y a la **incertidumbre sobre la rentabilidad** futura de estos proyectos de inversión.
- Hacer más atractiva la inversión en Colombia requerirá de:
 1. Reducir gradualmente la tarifa del impuesto de renta de las empresas, o hacerla progresivo con tasas marginales.
 2. Ajustar más rápidamente el déficit fiscal.
 3. Retomar las recomendaciones de la misión del mercado de capitales y discutir la estructura de una eventual reforma.
 4. Reducir o eliminar la incertidumbre regulatoria en sectores estratégicos (v.g., minero-energético, construcción, vivienda).
 5. Resolver la incertidumbre asociada con las reformas estructurales (ojalá en la dirección correcta).

Colombia: perspectivas económicas, desafíos y oportunidades

Luis Fernando Mejía
Director ejecutivo

X @LuisFerMejia

25 de septiembre de 2024

