

# ¿QUÉ EXPLICA LA CAÍDA DE LA INVERSIÓN EN COLOMBIA?

Luis Fernando Mejía      María Angélica Arbeláez<sup>1</sup>

Diciembre 1 de 2025

## 1. Introducción

En lo corrido del siglo XXI, la economía colombiana ha registrado un crecimiento promedio de 3,6%, superior al observado en América Latina y el Caribe (2,4%). Esta senda de crecimiento ha sido sostenida, con excepción de 2020, cuando el Producto Interno Bruto (PIB) cayó 7,2% como consecuencia de la pandemia de COVID-19. Aunque en 2021 y 2022 la economía se recuperó con tasas de crecimiento significativas, en los años siguientes se presentó una fuerte desaceleración, con un crecimiento promedio de 1,6%, inferior al 3,7% registrado entre 2010 y 2019 y al promedio regional en el mismo periodo (2,3%), lo que refleja un problema persistente en la capacidad de crecimiento del país.

Este menor dinamismo ha estado asociado principalmente a la desaceleración de la inversión que viene cayendo desde 2015, cuando alcanzó un máximo de 23,4% del PIB, con un ritmo de disminución que se ha acelerado en los últimos años. En el primer semestre de 2025, la inversión se ubicó en 16,1% del PIB, el nivel más bajo en dos décadas e inferior al registrado durante la pandemia (18,4%), con una reducción de tres puntos porcentuales frente a 2023, retroceso similar al observado entre 2019 y 2020. Esta caída responde a varios factores que se analizan en este documento. En primer lugar, el aumento del costo de uso del capital, asociado con el incremento de las tasas de interés de largo plazo y a la elevada carga tributaria. En segundo lugar, el aumento de la incertidumbre, reflejado en el Índice de Incertidumbre de la Política Económica (IPEC) de Fedesarrollo, que en lo corrido de 2025 alcanzó 258 puntos frente a un promedio de 100 entre 2000 y 2019.

Este documento presenta un análisis de estas dinámicas. Primero, se estudia la evolución histórica del crecimiento y la inversión, tanto en el corto como en el largo plazo. Luego, se analiza la evolución de los principales determinantes de la inversión, incluyendo la interacción entre gasto y deuda pública, el costo de uso del capital con sus componentes financieros y tributarios, y el comportamiento de la incertidumbre. Asimismo, se analizan las consecuencias de mantener los niveles actuales de inversión en el crecimiento tendencial de la economía. Posteriormente, se presenta una estimación econométrica sobre el efecto que ha tenido el costo de uso del capital y la incertidumbre sobre la tasa de inversión. Por último, se plantean recomendaciones de política pública orientadas a recuperar la inversión en Colombia, como una estrategia fundamental para impulsar el crecimiento económico y el empleo.

## 2. Evolución del crecimiento y la inversión en Colombia

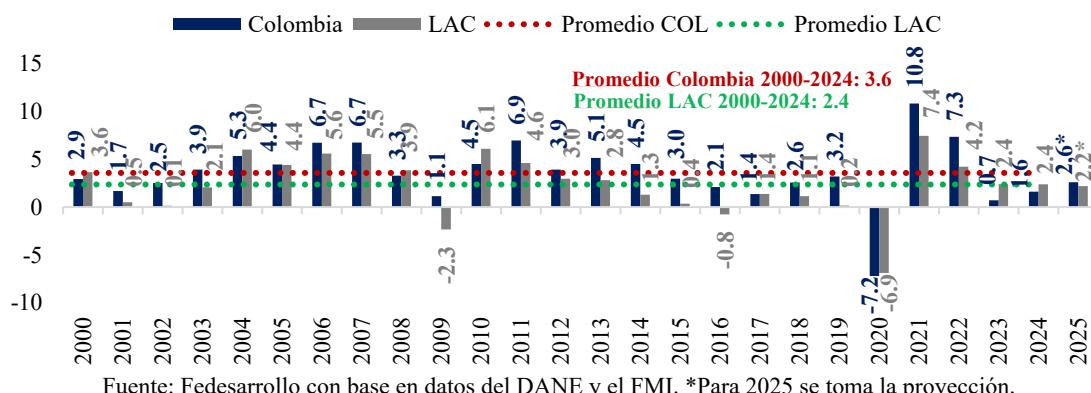
### 2.1 Crecimiento económico

El crecimiento económico de Colombia se ha ubicado por encima del promedio de América Latina y el Caribe en lo corrido del siglo XXI, alcanzando un 3,6% frente al 2,4% registrado en la región. Sin embargo, su trayectoria ha tenido ciclos diferenciados. Entre 2003 y 2013, la economía creció en promedio un 4,7%, en un periodo de expansión sostenida, mientras que entre 2014 y 2017 los choques externos e internos, como la caída en los precios de los *commodities*, redujeron el crecimiento a 2,7%. Más recientemente, la pandemia de 2020 provocó una caída de 7,2%, la más importante de la historia reciente. Posteriormente, la economía mostró una notable recuperación, con crecimientos de 10,8% en 2021 y 7,3% en 2022,

<sup>1</sup> Los autores agradecen a Paula Ayala, José Julián Parra y Carolina Silva por su extraordinario trabajo como asistentes de investigación del documento.

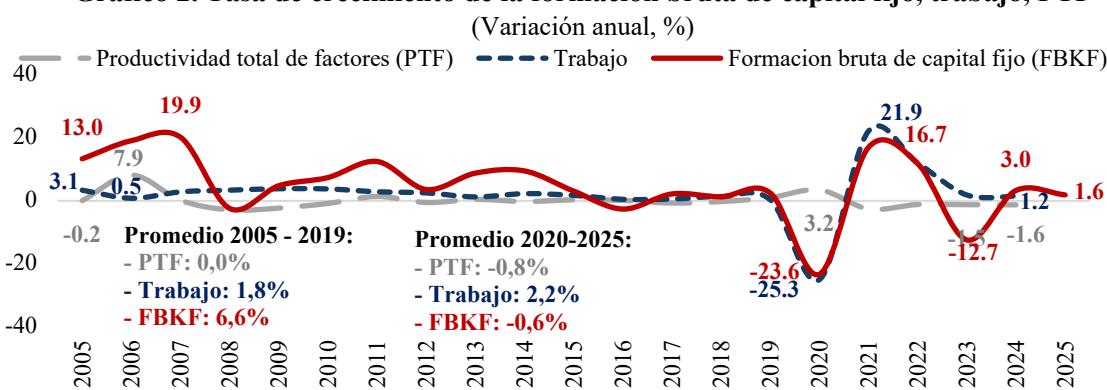
impulsados por el efecto rebote, la reapertura de las actividades económicas y una política fiscal expansiva. No obstante, a partir de 2023, se evidenció una desaceleración con un crecimiento de apenas 0,7%, un nivel que no se observaba desde la crisis de los mercados emergentes a finales de los años noventa (Fedesarrollo, 2024). En 2024, la economía presentó una leve recuperación, con un crecimiento de 1,6%, y para 2025 se proyecta que esta tendencia continúe con un crecimiento de 2,6%, aunque todavía por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Evolución del PIB en Colombia y América Latina**  
(Variación anual, %)



Si bien el país ha logrado recuperar sus niveles de actividad económica tras la pandemia de 2020, desde 2023 enfrenta una marcada desaceleración, con un crecimiento promedio de 1,6% entre 2023 y 2025, por debajo del 3,7% registrado entre 2010 y 2019 y del promedio regional estimado para el mismo periodo (2,3%). La persistente debilidad de la inversión es uno de los principales factores que limitan el crecimiento al restringir la capacidad del país para ampliar su base productiva, generar empleo de calidad y mejorar la competitividad en el largo plazo. Esto se evidencia al analizar los motores de crecimiento en distintos períodos. Entre 2005 y 2019, el crecimiento de la economía colombiana estuvo explicado principalmente por la acumulación de capital, dado que la formación bruta de capital fijo creció en promedio 6,6%, superando de manera sostenida el aporte del trabajo (1,8%) y de la productividad total de los factores (PTF) (0,0%) (Gráfico 2). Sin embargo, desde 2020 se ha observado un cambio en esta tendencia, ya que el crecimiento del factor trabajo (2,2%) ha superado al de la PTF y al de la formación bruta de capital fijo, los cuales han caído en promedio 0,8% y 0,6%, respectivamente.

**Gráfico 2. Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo, trabajo, PTF**



Este bajo nivel de inversión resulta preocupante, en especial al compararlo con las economías desarrolladas, donde el crecimiento ha estado cada vez más impulsado por la acumulación de capital, en un contexto de mayor automatización y de inversiones sostenidas en tecnología y modernización productiva (Acemoglu & Johnson, 2024). Adicionalmente, en 2025 el entorno internacional continúa siendo retador, con mayores restricciones al comercio global y crecientes tensiones derivadas de la política comercial de Estados Unidos, que ha elevado aranceles con el propósito de reducir su dependencia externa y promover la producción local. Esta dinámica incrementa la incertidumbre, eleva los riesgos sobre la inflación y el crecimiento mundial y podría afectar el ingreso disponible de los hogares, con repercusiones negativas sobre el consumo y la inversión (Fedesarrollo, 2024).

## 2.2 Inversión

### 2.2.1 Evolución de la inversión en Colombia

La inversión, medida como la formación bruta de capital fijo<sup>2</sup>, es un indicador líder del crecimiento económico de largo plazo, al reflejar los recursos destinados a la adquisición de activos productivos como maquinaria, infraestructura y equipo. Además de ampliar la capacidad productiva, destinar recursos a estos activos implica modernizar los procesos productivos existentes, lo que permite aumentar la productividad y la competitividad de la economía. Por esta razón, una baja tasa de inversión no solo limita el crecimiento económico, sino que también retrasa la adopción tecnológica y la modernización del aparato productivo.

Al analizar la trayectoria de la inversión en Colombia durante los últimos veinte años, se observa que su evolución puede dividirse en tres períodos. La primera fase correspondió a un ciclo de expansión entre 2005 y 2015, cuando la inversión pasó de 21% a 23,4% del PIB, impulsada por la estabilidad macroeconómica, el auge de los precios de los *commodities* y la confianza empresarial. La segunda fase de estabilización entre 2016 y 2019, se caracterizó por un nivel cercano a 21,6% del PIB, a pesar de la desaceleración económica derivada del choque petrolero (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Evolución de la tasa de inversión en Colombia**  
(% del PIB)



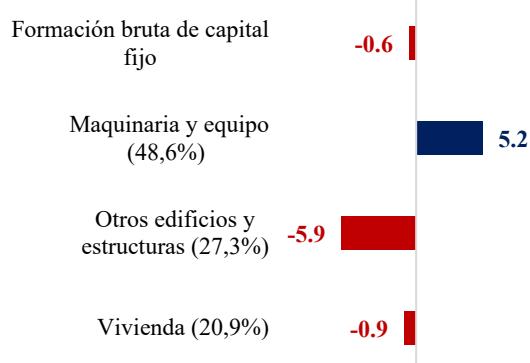
Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE. \*Para 2025 se toma la tasa de inversión observada en lo corrido del año hasta el segundo trimestre.

Posteriormente, comenzó una tercera fase de deterioro a partir de 2020, cuando la tasa de inversión descendió hasta 18,4% del PIB como consecuencia de la pandemia de COVID-19. Aunque en 2021 y 2022 se registró una leve recuperación (19,0% y 19,1% del PIB, respectivamente), en 2023 la tasa de inversión volvió a caer hasta 16,5% del PIB y continuó descendiendo hasta ubicarse en 16,1% en el primer semestre de 2025, el nivel más bajo en veinte años e inferior al observado en 2020.

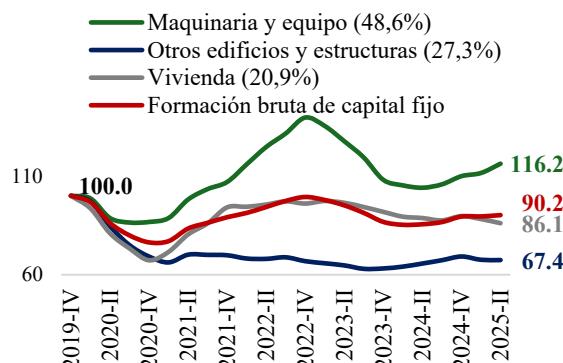
2 La formación bruta de capital fijo contabiliza la adquisición de activos fijos restando la disposición de activos producidos y los inventarios (BEA, 2019).

Al desagregar por componentes los resultados de este último ciclo, se observa que la caída en la tasa de inversión ha estado impulsada por los rubros de otros edificios y estructuras y vivienda, que entre 2020 y 2025 registraron contracciones anuales promedio de 5,9% y 0,9%, y que en 2025 se ubicaron 32,6% y 13,9% por debajo de los niveles de 2019, respectivamente. Estas reducciones fueron parcialmente compensadas por el componente de maquinaria y equipo, que representa cerca del 48,6% de la inversión y que en el mismo periodo registró un crecimiento promedio de 5,2%, alcanzando en 2025 un nivel 16,2% superior al observado en 2019 (Gráfico 4 y 5).

**Gráfico 4. Crecimiento de los componentes de la inversión, 2020-2025\***  
(Variación anual, %)



**Gráfico 5. Crecimiento de los componentes de la inversión**  
(Índice 2019 = 100)



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

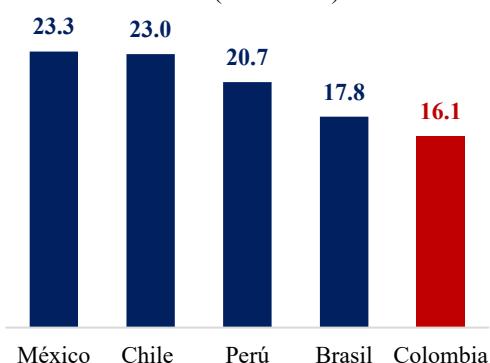
Nota: Entre paréntesis se encuentran las participaciones. \*Para 2025 se toma el crecimiento en lo corrido del año hasta el segundo trimestre.

La contracción en los rubros asociados a la construcción (vivienda y otros edificios y estructuras) obedece tanto a factores coyunturales como estructurales. Por un lado, el aumento en los costos de construcción, en particular de insumos como acero, cemento, asfalto y concreto, ha limitado la ejecución de proyectos, situación que se agravó con la guerra entre Rusia y Ucrania (Fedesarrollo, 2024). Por otro lado, persisten obstáculos estructurales asociados con la incertidumbre normativa y las restricciones en la capacidad de ejecución del sector público. En particular, el congelamiento de la tarifa de peajes en 2023, junto con los anuncios recientes sobre posibles modificaciones en las vigencias futuras y los cuellos de botella regulatorios propios del sector, han desincentivado la inversión en infraestructura, la cual usualmente se desarrolla bajo esquemas de asociaciones público-privadas (APP). De igual manera, desde finales de 2024, se ha profundizado la caída de la inversión en vivienda tras la suspensión de los subsidios del programa *Mi Casa Ya*.

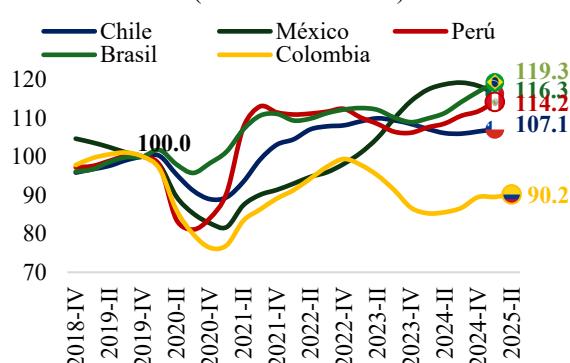
La reducción reciente de la tasa de inversión en Colombia no se enmarca en una tendencia regional. En el primer semestre de 2025, la tasa de inversión en el país fue la más baja frente a economías comparables como México (23,3% del PIB), Chile (23,0%), Perú (20,7%) y Brasil (17,8%) (Gráfico 6). Asimismo, mientras que estos países registran niveles de inversión superiores a los observados antes de la pandemia, en Colombia la inversión se encuentra 9,8% por debajo del nivel alcanzado en 2019, en contraste con los incrementos de Brasil (19,3%), México (16,3%), Perú (14,2%) y Chile (7,1%) (Gráfico 7).

**Gráfico 6. Tasa de inversión, 2025**

(% del PIB)

**Gráfico 7. Crecimiento de la inversión**

(Índice 2019 = 100)



Fuente: Fedesarrollo con base datos del DANE y Bancos Centrales.

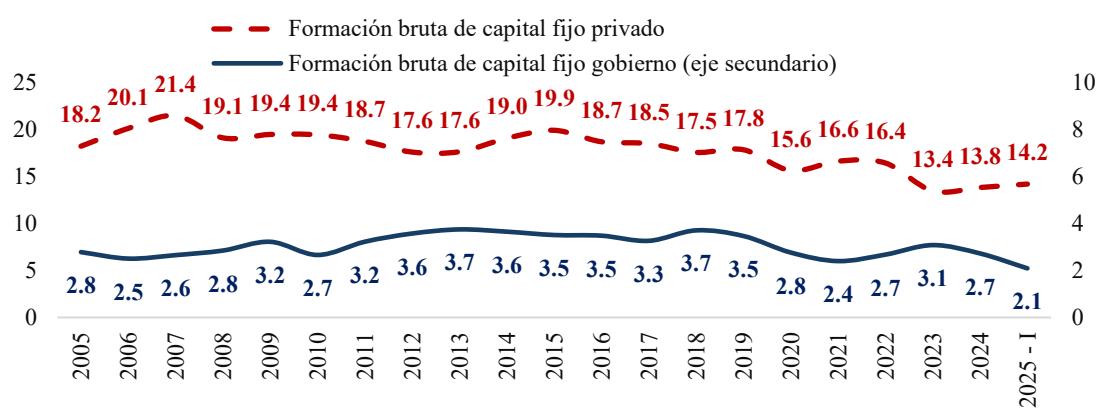
Nota: Para 2025 se toma la tasa de inversión observada en lo corrido del año hasta el segundo trimestre.

## 2.2.2 Financiamiento de la inversión

En los últimos veinte años, la inversión privada representó en promedio 85% del total de la inversión nacional. Entre 2005 y 2019, la tasa de inversión privada se mantuvo en un rango de 17% a 22% del PIB, con picos de 21,4% en 2007 y 19,9% en 2015. Sin embargo, en 2022 se ubicó en 13,4% del PIB, el nivel más bajo en dos décadas. Por su parte, la inversión pública también ha mostrado un deterioro en los últimos años, luego de mantener una participación estable cercana a 4% del PIB en las dos últimas décadas, con máximos de 3,5% en 2015 y 2017, pero descendiendo a 2,1% en el primer trimestre de 2025. Este comportamiento, en paralelo con la caída de la inversión privada señalada anteriormente, evidencia que la inversión pública no ha cumplido un papel contracíclico ni ha funcionado como motor para impulsar el crecimiento económico (Gráfico 8).

**Gráfico 8. Evolución de la inversión pública y privada**

(% del PIB)



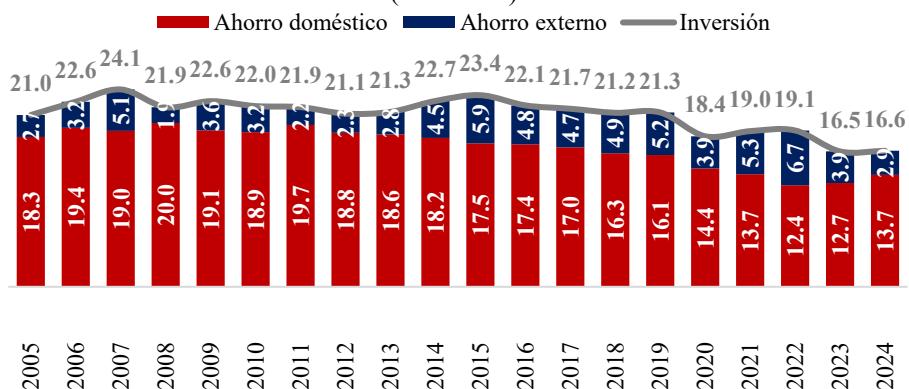
Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

En cuanto al financiamiento de la inversión, este ha dependido principalmente del ahorro doméstico, complementado en menor medida por el ahorro externo. Al analizar la evolución del ahorro interno en las dos últimas décadas, se observa que entre 2005 y 2014 se ubicó en promedio en 19,0% del PIB, financiando alrededor del 85,9% de la inversión en ese periodo (Gráfico 9). Entre 2015 y 2019 se redujo, al pasar de 17,5% del PIB en 2015 a 16,1% en 2019, con lo cual su participación en la inversión descendió a 76,8%. Tras la pandemia, esta tendencia se profundizó, y, entre 2020 y 2024, el ahorro doméstico se ubicó en

promedio en 13,4% del PIB, financiando el 75% de la inversión, lo que incrementó la dependencia al ahorro externo.

**Gráfico 9. Ahorro doméstico vs. Ahorro externo**

(% del PIB)

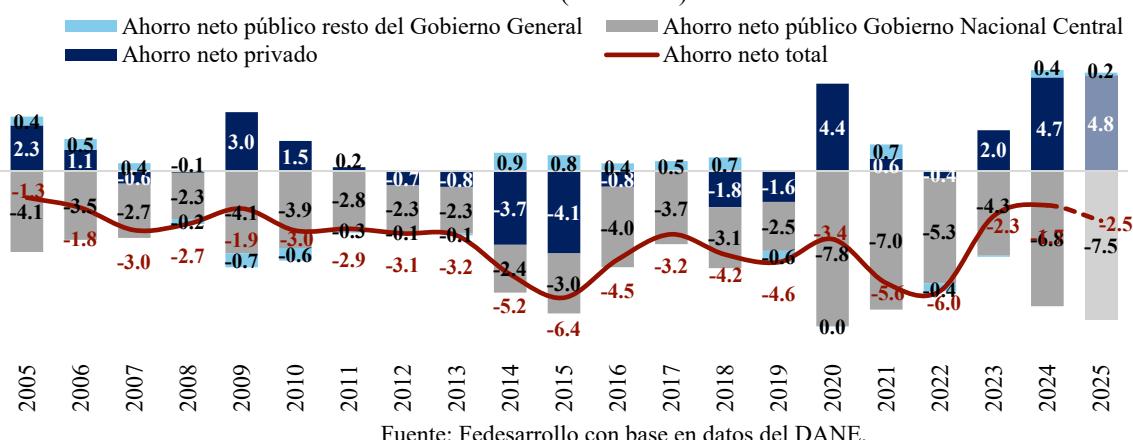


Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

Por otra parte, al analizar el balance entre el ahorro y la inversión, se observa que el ahorro doméstico ha presentado cambios significativos en las dos últimas décadas. Entre 2005 y 2019, el ahorro privado fue principalmente negativo, con un promedio de -0,4% del PIB, reflejando el endeudamiento del sector para financiar la inversión (Gráfico 10). Tras la pandemia, el ahorro privado descendió de 4,4% en 2020 a 0,6% y -0,4% en 2021 y 2022, respectivamente, en un contexto de reactivación económica y de un leve incremento en la tasa de inversión. No obstante, entre 2023 y 2025 el ahorro privado alcanzó un superávit de 3,8% del PIB, revirtiendo la tendencia observada antes de la pandemia, cuando el desahorro estaba asociado a un mayor dinamismo de la inversión. Sin embargo, este mayor nivel de ahorro no responde a una mayor capacidad de ahorro de los colombianos, sino a la reducción en el apetito por invertir. En contraste, el desahorro del gobierno nacional ha aumentado, concentrando la mayor parte del endeudamiento para financiar la inversión.

**Gráfico 10. Balance ahorro e inversión**

(% del PIB)



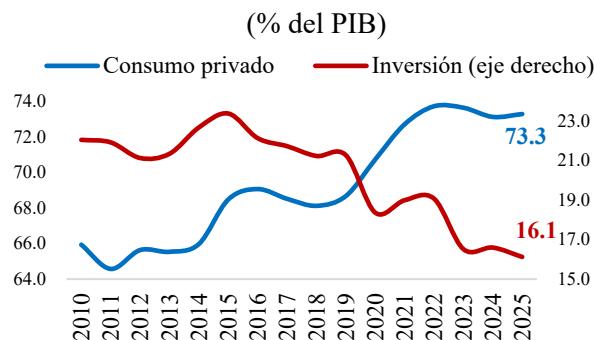
Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

### 2.3 Crecimiento e inversión

Desde el enfoque de la demanda, la composición del crecimiento de la economía colombiana en los últimos cinco años ha mostrado un patrón poco favorable, caracterizado por un mayor dinamismo del consumo

privado en detrimento de la inversión (Gráfico 11). Entre 2010 y 2019, el consumo privado representó en promedio el 67,0% del PIB, mientras que en 2020-2025 su participación aumentó a 72,6%, es decir, 5,6 puntos porcentuales más (Tabla 1). Este mayor peso del consumo se ha acompañado de un incremento en las importaciones, que pasaron de 20,6% a 22,8% del PIB en promedio entre los mismos periodos, lo que refleja una creciente dependencia de la actividad productiva respecto de bienes externos. En contraste, la inversión pasó de representar en promedio el 21,9% del PIB en 2010-2019 al 17,6% en el último quinquenio, evidenciando un deterioro en la acumulación de capital productivo y limitando el crecimiento de la economía en los últimos años.

**Gráfico 11. Trayectoria de los componentes de la demanda**



**Tabla 1. Participación de los componentes de la demanda**

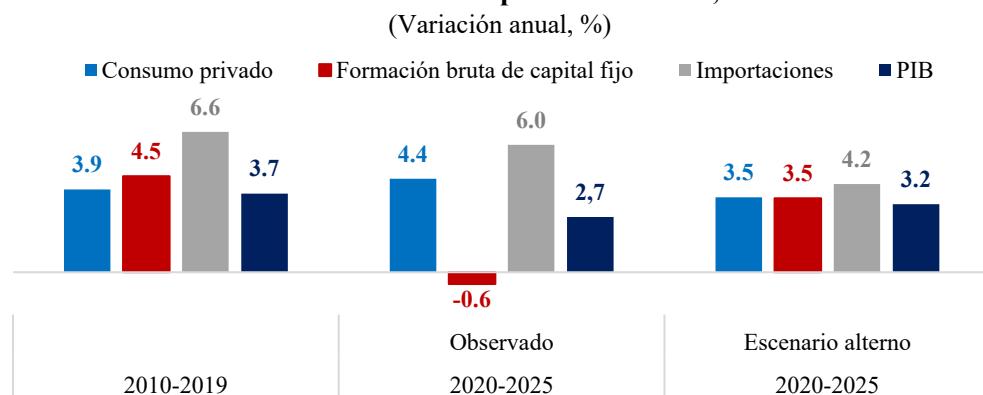
	Promedio 2010-2019	Promedio 2020-2025	Diferencia (puntos porcentuales)
Consumo privado	67,0	72,6	5,6
Inversión	21,9	17,6	-4,3
Exportaciones	16,6	16,6	0
Importaciones	20,6	22,8	2,2

Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

Nota: Para 2025 se toma el dato en lo corrido del año hasta el segundo trimestre.

Para entender los impactos de esta reconfiguración, se construyó un escenario contrafactual en el que la economía siguiera un patrón de crecimiento similar al observado antes de la pandemia. En este escenario, el consumo privado habría mantenido su tendencia creciente dentro del PIB, aunque con un ritmo de expansión más moderado (3,5% anual, frente al 4,4% observado), lo cual también se habría reflejado en un crecimiento inferior de las importaciones (4,2% vs. 6,0%) (Gráfico 12). Al mismo tiempo, se habría registrado una recuperación significativa de la inversión, con una tasa de crecimiento promedio del 3,5% (frente a -0,6% en el escenario observado), alcanzando en 2025 una tasa de inversión de 21,3% del PIB, igual al nivel observado en 2019, y 5,2 puntos porcentuales por encima del registrado en el primer semestre de 2025 (16,1%). Bajo esta evolución de la demanda, el crecimiento del PIB habría sido, en promedio, 0,5 puntos porcentuales más alto en el período 2020-2025 (3,2% frente al 2,7% observado).

**Gráfico 12. Crecimiento componentes del PIB, 2010 -2025**



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

Nota: El crecimiento observado para 2025 corresponde al dato del año corrido hasta el segundo trimestre.

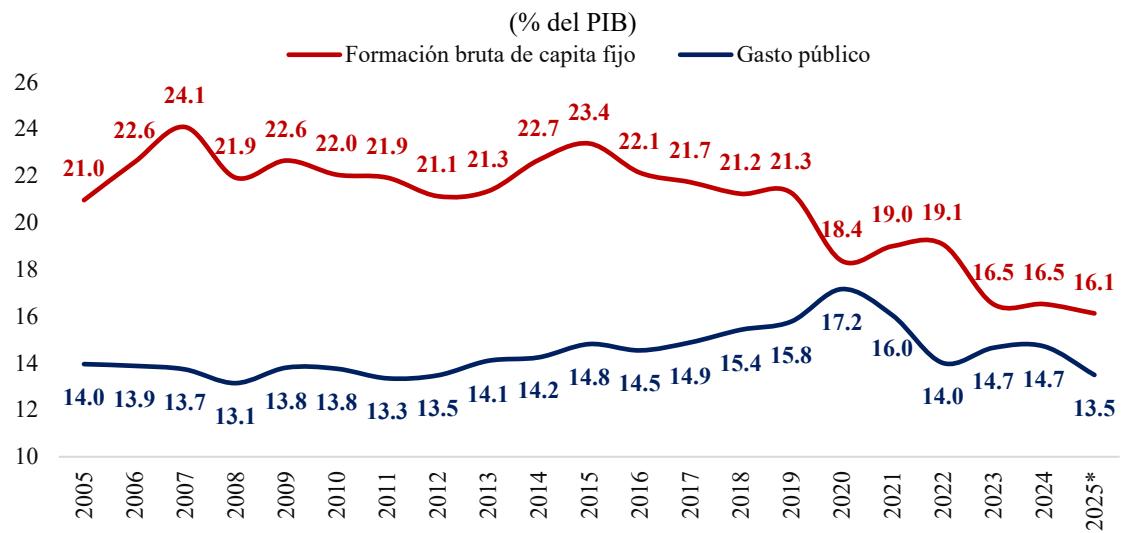
Más allá del impacto sobre el crecimiento reciente, esta composición de la actividad productiva plantea riesgos estructurales hacia adelante. Por un lado, una economía excesivamente apalancada en el consumo resulta más sensible a choques negativos en el ingreso disponible, las tasas de interés o el empleo. Por otro, una inversión persistentemente débil compromete la renovación del capital físico y restringe la expansión de la capacidad productiva. En conjunto, un patrón de crecimiento apoyado principalmente en el gasto privado, sin un fortalecimiento paralelo de la inversión, tiende a derivar en menor productividad, mayores presiones inflacionarias y, en general, un crecimiento que no se mantiene en el tiempo, como lo demuestra el crecimiento del PIB en Colombia en los últimos dos años.

### 3. Determinantes de la inversión

#### 3.1 Dinámica del sector público

Uno de los determinantes del menor dinamismo de la inversión es el aumento del gasto del gobierno, financiado mediante mayor carga impositiva y mayor deuda pública. Este fenómeno conocido como efecto desplazamiento (*crowding out*), ocurre cuando el aumento del gasto público financiado con deuda, eleva la demanda por recursos en los mercados financieros, lo que presiona al alza las tasas de interés. Esto encarece el crédito para el sector privado y reduce su capacidad de inversión, afectando negativamente el crecimiento económico. En esta línea, Laubach (2007) encuentra evidencia, para el caso de Estados Unidos, de que un mayor déficit fiscal estructural y un aumento en la deuda pública se asocian con incrementos en las tasas de interés de largo plazo. De manera similar, Kumar y Baldacci (2010), a partir de un análisis de 31 economías, concluyen que déficits fiscales más amplios y niveles elevados de deuda pública están vinculados a aumentos significativos en las tasas de interés de largo plazo, en especial en contextos con condiciones fiscales e institucionales frágiles.

**Gráfico 13. Inversión vs. Gasto Público**



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE. \*Para 2025 se toma el dato en lo corrido del año hasta el segundo trimestre.

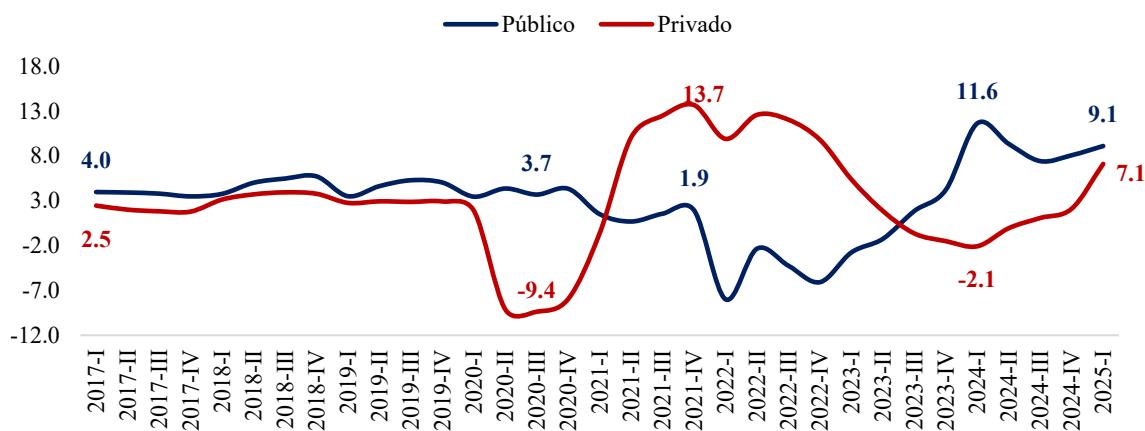
Un fenómeno similar se observa en Colombia, donde el gasto público ha venido creciendo de manera acelerada. En 2024, el gasto del gobierno central alcanzó el 23,2% del PIB, por encima del nivel observado un año atrás (22,9%) y del registrado durante la pandemia (23,1%). Este incremento del gasto se dio en un contexto de un déficit fiscal creciente, que pasó de 4,2% del PIB en 2023 a 6,7% del PIB en 2024, generando presiones adicionales sobre la deuda. En economías como la colombiana, con bajo margen de maniobra para la política fiscal y un ahorro interno reducido, la competencia por recursos entre el sector público y

privado puede traducirse en menores niveles de inversión privada, mayores costos de financiamiento y una trayectoria de crecimiento más vulnerable ante choques externos. En particular, entre 2005 y 2019 el consumo del gobierno se incrementó de 14,0% a 15,8% del PIB, mientras que la formación bruta de capital fijo se ubicó en alrededor de 21%. No obstante, en 2025 ambos indicadores se encuentran en mínimos históricos, con niveles de 13,5% y 16,1% del PIB, respectivamente (Gráfico 13).

Como consecuencia, la brecha entre el crecimiento del sector público y el sector privado ha comenzado a revertirse. Con excepción de 2020, el sector privado venía creciendo a un ritmo más acelerado que el sector público. No obstante, desde el tercer trimestre de 2023 se ha observado una desaceleración en el crecimiento del sector privado, mientras que el sector público ha mostrado una mayor dinámica (Gráfico 14). Este comportamiento sugiere que el impulso reciente al crecimiento económico proviene en mayor medida del gasto público, y no del dinamismo del sector privado, lo cual plantea desafíos en términos de sostenibilidad fiscal y crecimiento de largo plazo.

**Gráfico 14. Crecimiento del valor agregado público y privado**

(Variación anual acumulada por trimestre, %)



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE.

Nota: La serie de cuentas nacionales por sector institucional tiene información a partir de 2016.

### 3.2 Costo de uso del capital

El costo de uso del capital<sup>3</sup> (CUK) es el valor implícito que una empresa paga por utilizar sus propios activos de capital, como maquinaria, edificios o equipo, durante un periodo determinado. En otras palabras, puede interpretarse como el rendimiento mínimo que debe generar un activo para justificar su costo de oportunidad o su uso en lugar de alquilarlo o invertir los recursos en otra alternativa (Jorgenson, 1967). De esta manera, el CUK afecta directamente las decisiones de las empresas sobre ampliar su capacidad productiva, lo que a su vez impacta la productividad y el crecimiento económico.

El CUK está influenciado por una combinación de factores macroeconómicos y fiscales. En primer lugar, por la tasa de interés, que representa el costo de financiar una inversión en el tiempo. En segundo lugar, por la inflación, que reduce el valor real del capital a lo largo del tiempo, y lo hace relativamente más atractivo emplearlo en el presente. Al mismo tiempo, la inflación presenta una relación positiva con las tasas de interés. En tercer lugar, por el impuesto de renta corporativo o la tasa combinada de impuestos sobre la

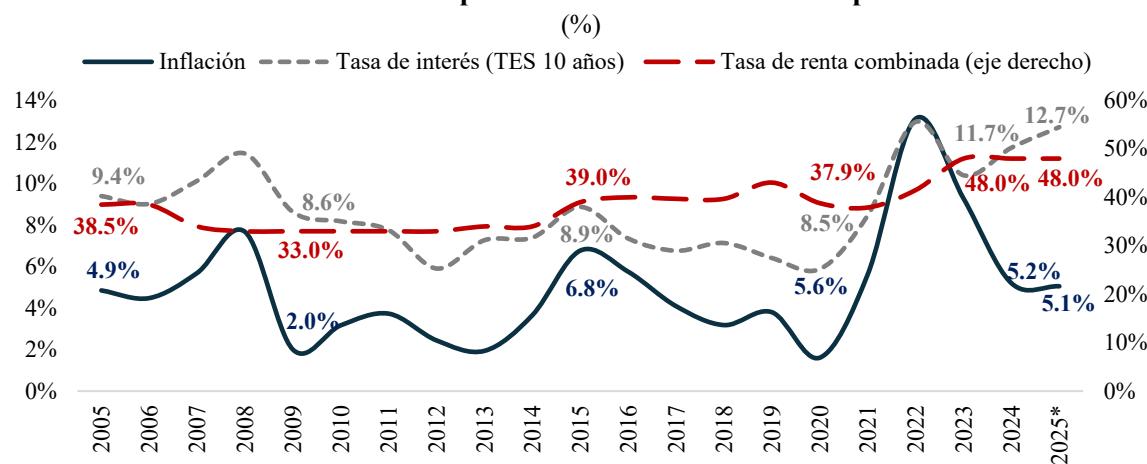
<sup>3</sup> 
$$\text{CUK} = \left( \frac{1 + t^{\text{IVA}} - A}{1 - t} \right) (r + d - \pi) \frac{q}{p}$$
 donde  $t^{\text{IVA}}$ : tasa del impuesto de IVA;  $A$ : deducción por activos fijos;  $t$ : tasa combinada de impuestos sobre la renta corporativa y personal;  $r$ : tasa de interés (TES 10 años);  $d$ : tasa de depreciación de capital;  $\pi$ : inflación;  $q$ : IPP de bienes de capital;  $p$ : IPP total.

renta corporativa y personal<sup>4</sup> (tasa combinada socio-sociedad) que incrementa el costo de uso del capital al reducir la rentabilidad neta de la inversión para la empresa y los inversionistas.

Otros factores pueden influir en el CUK como la tasa de depreciación, que refleja la velocidad con la que un activo pierde valor a lo largo del tiempo, la presencia de gravámenes complementarios, como las sobretasas a sectores específicos o las deducciones fiscales por adquisición de activos fijos. Los riesgos macroeconómicos y la percepción de incertidumbre también afectan la prima exigida por los inversionistas y, en consecuencia, el costo de financiamiento del capital. En contextos de alta volatilidad, el costo de uso del capital tiende a aumentar debido a mayores tasas de interés y primas de riesgo. La sección 3.3 profundiza sobre el efecto de la incertidumbre en el costo de uso del capital.

Estos factores, en conjunto, determinan el umbral de rentabilidad necesario para que una inversión sea viable y es central para entender las decisiones de inversión (Jorgenson, 1967). Las empresas ajustan su stock de capital según las variaciones en el CUK, buscando maximizar beneficios. Así, un mayor CUK eleva el umbral de rentabilidad y desincentiva nuevas inversiones, mientras que una reducción en este costo lo disminuye, fomentando la acumulación de capital (Jorgenson, 1967).

**Gráfico 15. Componentes del costo de uso del capital**



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE, OCDE, Banco de la República. \*Para 2025 se toma el dato en lo corrido del año hasta el agosto.

Al analizar los determinantes del costo de uso del capital (Gráfico 15), se observa que entre 2005 y 2008 la tasa de interés (TES a 10 años) alcanzó un valor promedio de 10%. Desde el año 2009 y hasta el 2020 la tasa de interés descendió y se mantuvo en un promedio de 7%. Sin embargo, a partir de 2021 registró un incremento significativo, alcanzando 13% en 2022, para luego estabilizarse en niveles cercanos al 12% en los años posteriores. Por su parte, la inflación se ha mantenido controlada en las últimas dos décadas, pero con alzas puntuales en 2008, 2015 y 2016 cercanas al 7% y más recientemente en 2022 y 2023, cuando alcanzó 13% y 9% respectivamente. Finalmente, desde la dimensión tributaria del CUK, a partir del 2007 la tasa de renta corporativa presentó una reducción que alcanzó un promedio de 33% hasta 2014. Para 2015 y 2016 incrementa a 39% y 40% respectivamente. Posteriormente y como resultado de la introducción del gravamen sobre los dividendos, adicional a la tasa de renta corporativa, a partir de 2017<sup>5</sup> la tasa de renta

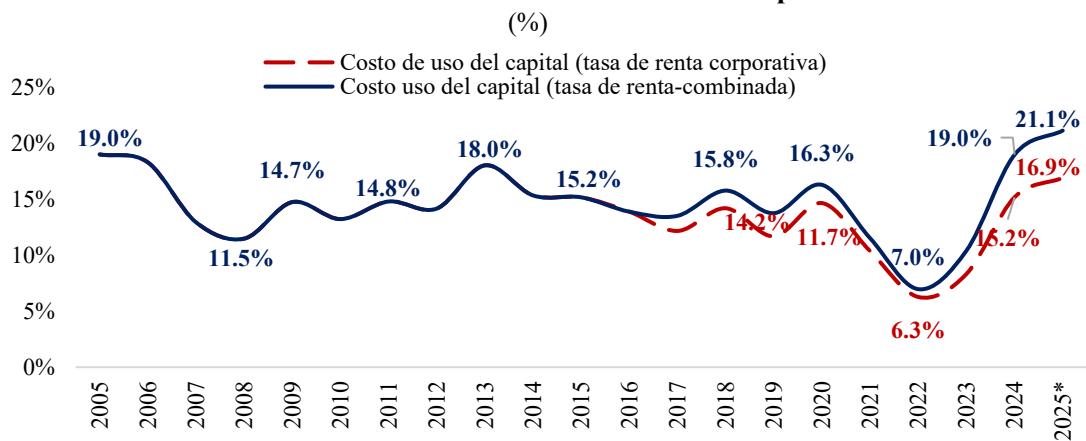
<sup>4</sup> La tasa total de impuestos (corporativa más personal o socio-sociedad) sobre las utilidades distribuidas se calcula como: ((Utilidad distribuida antes de impuestos – Utilidad distribuida + Impuesto personal neto) / Utilidad distribuida antes de impuestos) \* 100.

<sup>5</sup> La tarifa combinada de impuestos sobre la renta personal y corporativa en Colombia comienza a aplicarse a partir de 2017. Hasta entonces, solo aplicaba la tarifa de renta corporativa y los dividendos distribuidos a personas naturales no estaban gravados en cabeza del accionista.

combinada socio-sociedad alcanza un promedio de 42% hasta 2025, con valores de 39%, 38% y 42% en 2020, 2021, 2022 respectivamente. A partir del 2023 y hasta 2025 la tasa de renta combinada se mantiene en 48%.

Al estimar el CUK para Colombia usando las variables anteriores, se observa que, desde 2005, este ha mostrado una tendencia decreciente con fluctuaciones en algunos periodos (Gráfico 16): entre 2005 y 2015 descendió 4 puntos porcentuales con un promedio de 15,2%; entre 2005 y 2006, la tarifa de renta corporativa alcanzó un 39%; y a partir de 2007 y hasta 2014, la tarifa de renta corporativa registró una ligera reducción, con un promedio de 33%, en un contexto macroeconómico favorable, con baja inflación que se mantuvo dentro del rango meta entre 2009 y 2014.

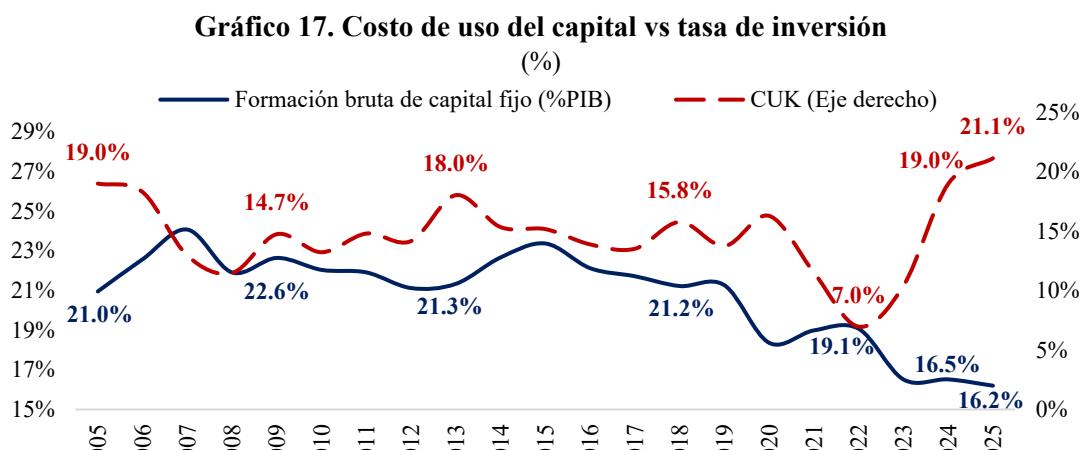
**Gráfico 16. Evolución del costo de uso del capital**



Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE, DIAN, Banco de la República y OCDE. \*Para 2025 se toma el dato en lo corrido del año hasta el primer trimestre.

Entre 2015 y 2019, el CUK se mantuvo relativamente estable en torno al 15%. Durante este periodo, la tasa combinada socio-sociedad se mantuvo alrededor del 40%, tras la introducción en 2017 del impuesto a los dividendos, lo que elevó la carga tributaria total sobre las utilidades distribuidas. Este efecto fue compensado por las bajas tasas de interés (7% en promedio) y una inflación promedio del 5%, permitiendo que el CUK se redujera ligeramente al 13,7% en 2019.

En 2020, el CUK alcanzo un 16,3 %, coincidiendo con una caída de la inversión a 18,4% del PIB; pese a la baja inflación y las tasas de interés, aumentó la incertidumbre y la prima de riesgo (Gráfico 17). Durante la fase de recuperación en 2021 y 2022, el CUK se redujo al 11,5% y 7%, respectivamente, en un contexto de mayor inflación y el aumento en la tasa de interés. Esta disminución del CUK coincidió con una leve recuperación de la inversión, que se ubicó en un 19,1% del PIB. Sin embargo, entre 2023 y 2025, el CUK retomó una trayectoria creciente hasta alcanzar un 21,1% en 2025, impulsado por el aumento en la tasa de renta combinada socio-sociedad al 48%, una menor inflación y tasas de interés elevadas (10% en 2023, 12% en 2024 y 13% en 2025). Este incremento del CUK se produce en un contexto de bajo crecimiento económico, menor dinamismo de la inversión privada y un entorno internacional desafiante, lo que agrava los obstáculos estructurales que enfrenta el país para impulsar la inversión y sostener un crecimiento económico en el largo plazo.

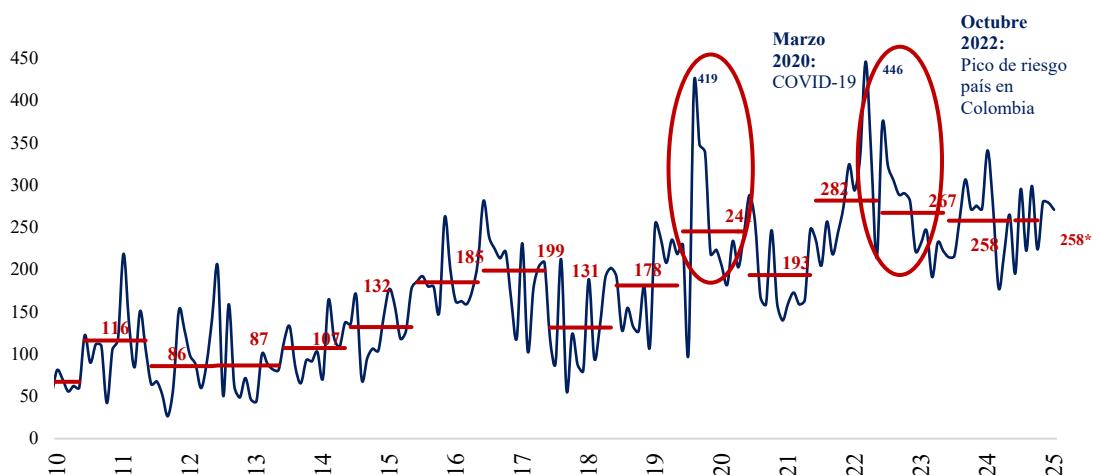


Fuente: Fedesarrollo con base en datos del DANE, DIAN, Banco de la República y OCDE.

### 3.3 Incertidumbre

La alta incertidumbre afecta negativamente la confianza de los inversionistas y altera la forma en que las empresas toman decisiones de inversión. En esta línea, Avinash y Pindyck (1994) introducen la incertidumbre como un determinante teórico de la inversión, señalando que esta puede llevar a las empresas a posponer sus inversiones hasta contar con más información. Dado que la inversión es a menudo irreversible, las empresas valoran la posibilidad de esperar antes de comprometer recursos, lo que eleva el umbral de rentabilidad requerido para ejecutar una inversión. De forma similar, Bloom et al. (2006) y Gulen y Ion (2012) muestran empíricamente que la incertidumbre reduce la inversión, con efectos más marcados en aquellas actividades donde la irreversibilidad es mayor. Por ello, incluso en entornos económicos relativamente sólidos, las empresas pueden aplazar o cancelar inversiones si perciben incertidumbre institucional, normativa o macroeconómica.

**Gráfico 18. Evolución del IPEC entre 2010 y 2025**



Fuente: Fedesarrollo. \*Para 2025 se toma el dato en lo corrido del año hasta agosto.

La evidencia empírica en Colombia respalda este marco conceptual. En los últimos cinco años, el país ha enfrentado niveles crecientes de incertidumbre de la política económica, la cual es capturada por el Índice

de Incertidumbre de la Política Económica (IPEC) de Fedesarrollo. Desde 2019, este indicador se ha mantenido por encima de su promedio histórico, con incrementos significativos durante la pandemia de 2020, cuando alcanzó 419 puntos, y en 2022, cuando llegó a un nuevo máximo de 446 puntos. Posteriormente, entre 2024 y 2025 el IPEC ha mostrado una ligera recuperación, aunque permanece en niveles superiores a los registrados antes de la pandemia (Gráfico 18).

#### **4. Estimaciones de los determinantes de la tasa de inversión**

El análisis de la inversión se realizó mediante un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), en el que se incorporaron la tasa de inversión, el IPEC como indicador de incertidumbre de política económica y el costo de uso del capital. Este tipo de modelos multivariados de series de tiempo permiten explicar cada variable a partir de los rezagos de las demás variables, lo que resulta pertinente en este caso, dado que no es posible descartar la existencia de relaciones de dependencia entre el IPEC y el costo de uso del capital. Adicionalmente, bajo ciertos supuestos de identificación de choques estructurales, el VAR hace posible recuperar la estructura de las relaciones macroeconómicas a partir de la información contenida en los datos.

La identificación de los choques estructurales se realizó mediante el método de restricción de signos, el cual incorpora información a priori de la teoría económica sobre el signo esperado de los choques en las variables endógenas (Uhlig, 2005). De acuerdo con la teoría de la inversión de (Jorgenson, 1967) y (Avinash & Pindyck, 1994), y el análisis empírico de Bloom (2006), un choque de incertidumbre, capturado a través del IPEC, conduce a un aumento en el costo de uso del capital y a una reducción en la tasa de inversión, mientras que un choque positivo en el costo del capital genera una reducción en la inversión (Tabla 2).

**Tabla 2. Signo de los choques de las variables del modelo**

Signo respuesta/Choque	Choque de incertidumbre	Choque de costo de capital
IPEC	+	
Costo del capital	+	+
Tasa de inversión	-	-

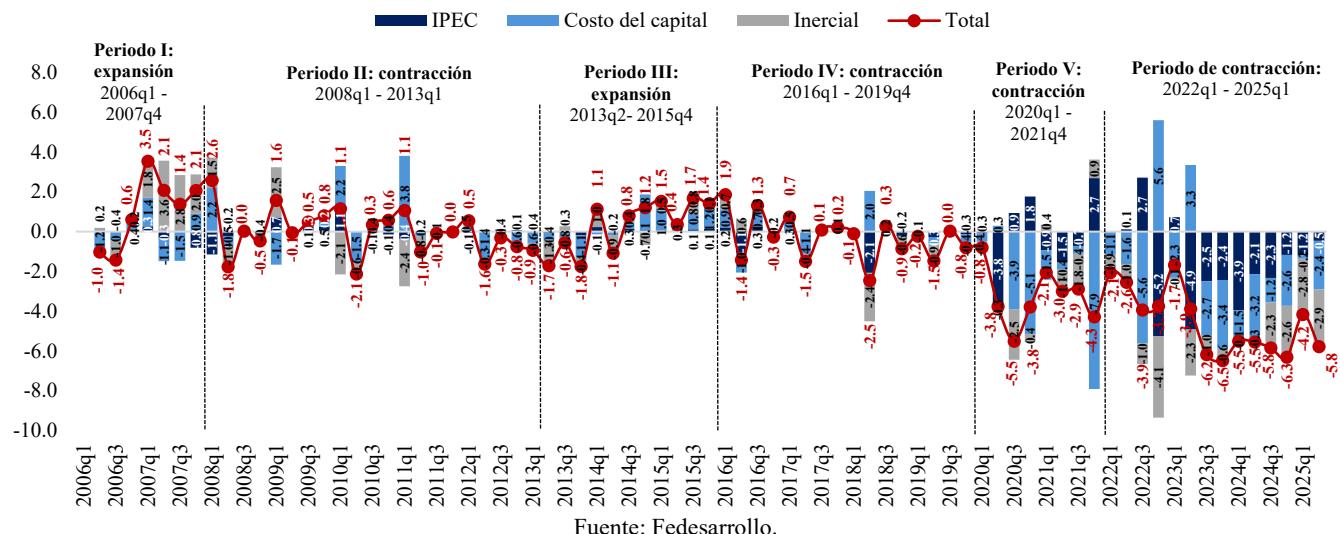
Fuente: Fedesarrollo.

Una vez identificados los choques, el modelo VAR tiene un conjunto de herramientas que permiten analizar los efectos dinámicos de los choques de cada variable sobre ella misma y sobre las demás. Estas herramientas incluyen las funciones de impulso-respuesta, que capturan cómo reaccionan las variables endógenas ante un choque manteniendo constantes las demás variables, y la descomposición de varianza, que permite determinar en qué proporción la varianza de los errores de predicción se explica por el choque en una variable particular. Asimismo, la descomposición histórica permite cuantificar la contribución de los choques a las desviaciones de cada variable respecto a su nivel de estado estacionario. Este último enfoque será el utilizado en este análisis, dado que permite evaluar en qué medida cada determinante de la tasa de inversión ha contribuido a alejarla de su nivel promedio, definido como el promedio del periodo 2005-2019.

Entre 2006 y 2025 se identifican dos ciclos de aumento y cuatro de reducción de la tasa de inversión frente al promedio de 2005-2019 (22%) (Gráfico 19). Durante el primer periodo de aumento, correspondiente a 2006-2007, la tasa de inversión aumentó en promedio 1,2 puntos porcentuales, explicado principalmente por la persistencia de la inversión, que venía aumentando en periodos anteriores y que aportó 1,4 puntos porcentuales, mientras que el IPEC tuvo un efecto levemente negativo de -0,2 puntos porcentuales. En contraste, entre 2008 y 2013, la tasa de inversión se redujo en -0,2 puntos porcentuales, como consecuencia del comportamiento inercial de la inversión (-0,3 puntos porcentuales), compensado parcialmente por una contribución positiva del IPEC (0,1 puntos porcentuales) en un contexto de reducción de la incertidumbre. En el periodo siguiente, de 2013 a 2015, se registró una recuperación de 0,6 puntos porcentuales en la tasa

de inversión, impulsada principalmente por una contribución positiva del CUK (0,4 puntos porcentuales), asociado a la reducción en el costo del capital del 18% al 15,2% en ese periodo.

**Gráfico 19. Descomposición histórica de la tasa de inversión**

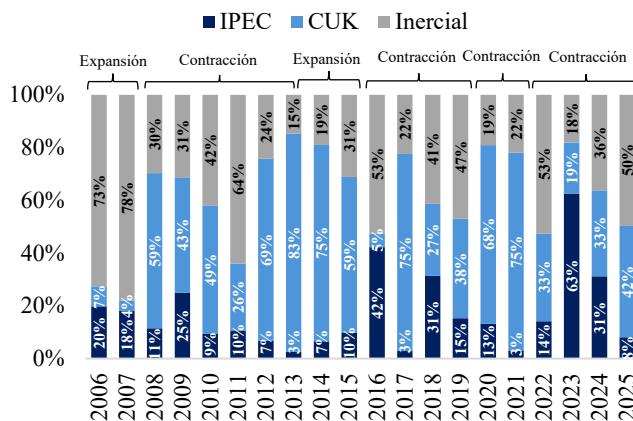


Por su parte, entre 2016 y 2019 la tasa de inversión se redujo en -0,5 puntos porcentuales, como resultado de contribuciones negativas en todos los componentes. Esta caída se profundizó en -3,4 puntos porcentuales durante el periodo 2020-2021, explicada principalmente por el incremento en el CUK, que aportó -2,5 puntos porcentuales a la reducción al aumentar de 13,7% a 16,3% en 2021, su nivel más alto desde 2013. En el periodo más reciente, entre 2022 y 2025, la tasa de inversión continuó debilitándose con una disminución de -4,7 puntos porcentuales. Este resultado respondió, en primer lugar, al rol de la incertidumbre capturada por el IPEC, cuya contribución alcanzó -1,8 puntos porcentuales. Este resultado se explica por un aumento en el IPEC, que alcanzó su nivel más alto de lo corrido del siglo en 2022 cuando se situó en 446, es decir, 4,4 veces el promedio observado entre 2000 y 2019. Asimismo, se registraron incrementos en el CUK, que pasó de 10,4% en 2023 a 21,1% en el primer trimestre de 2025 y que contribuyó -1,4 puntos porcentuales a la caída. En conjunto, estos resultados muestran que la reducción de la tasa de inversión desde 2022 obedece, principalmente, al aumento en la incertidumbre de política económica, pero también al mayor costo del capital.

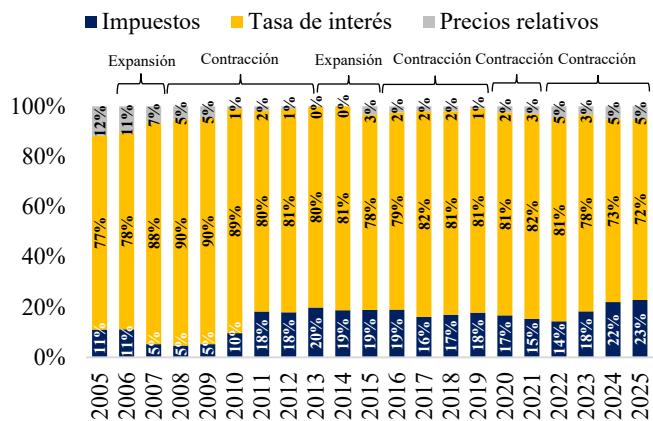
Al agregar los resultados de forma anual, se observa que la contribución del IPEC en los periodos de reducción de la tasa de inversión fue, en promedio, de 11% entre 2008-2013 y de 23% entre 2016-2019 (Gráfico 20). De manera similar, en 2020-2021 su participación promedio fue del 8%, dado que, aunque el IPEC aumentó de forma significativa en 2020, registró una reducción al año siguiente. En contraste, entre 2022-2025 la contribución del IPEC ascendió a 36%, alcanzando su nivel más alto en 2023, cuando explicó el 63% de la reducción de la tasa de inversión. Por su parte, la participación del CUK se redujo de 71% en 2020-2021 a 28% en 2022-2025.

Aunque la contribución del CUK en la reducción de la tasa de inversión ha disminuido, la descomposición de sus determinantes evidencia cambios a lo largo del tiempo. Entre 2008 y 2013, las tasas de interés explicaban cerca del 85% del aporte del CUK a la caída de la inversión, mientras que los impuestos representaban el 13% (Gráfico 21). En el periodo 2016-2019, la participación de los impuestos aumentó a 17%, reflejando un mayor peso del componente tributario en el costo de capital. Más recientemente, entre 2022 y 2024, la contribución de los impuestos alcanzó 19%, mientras que la de las tasas de interés se redujo a 76%, en línea con el incremento en la tarifa de renta combinada discutido en la sección 3.2.

**Gráfico 20. Contribución de los determinantes de la inversión**



**Gráfico 21. Contribución de los determinantes del costo de capital**



Fuente: Fedesarrollo.

## 5. Conclusiones y recomendaciones de política pública

### Conclusiones

El crecimiento económico de Colombia ha perdido dinamismo en los últimos años, en gran medida por el deterioro sostenido de la inversión, que se ha acelerado desde 2022. En los períodos de mayor expansión, la acumulación de capital era el principal motor del crecimiento, mientras que hoy la economía depende en exceso del consumo, lo que compromete la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo y limita las mejoras en productividad y competitividad.

El análisis del costo de uso del capital muestra que la elevada carga tributaria y las altas tasas de interés han incrementado el umbral de rentabilidad de las inversiones, desincentivando la adquisición de activos productivos. De igual manera, la incertidumbre, medida a través del IPEC, ha tenido un efecto negativo que se intensificó desde 2022. Estos factores se han visto acompañados de una inversión pública débil, que no ha cumplido un papel contracíclico y ha profundizado la caída en la formación de capital.

En conjunto, los resultados indican que la reactivación del crecimiento requiere un enfoque integral que combine la defensa de la estabilidad macroeconómica, la reducción de la incertidumbre de política económica y un sistema tributario más favorable para las empresas, de modo que se estimule la inversión de largo plazo. Solo así será posible asegurar un crecimiento económico más balanceado, capaz de generar empleo de calidad y responder a los retos de la modernización productiva.

### Recomendaciones para reducir la incertidumbre

Mantener y fortalecer el cumplimiento de la regla fiscal. Consolidar la credibilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas mediante el estricto cumplimiento de la regla fiscal. Para ello, se recomienda revisar y ajustar normativamente la categoría de Transacciones de una Única Vez (TUV) con el fin de evitar ambigüedades en la clasificación de los gastos. Una definición más clara y precisa de las TUV contribuiría a reducir discrecionalidades en su aplicación, garantizando que la regla fiscal se ejecute de manera transparente, consistente y alineada con los objetivos de sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo.

Garantizar la estabilidad jurídica y contractual en los proyectos de inversión. Mantener las reglas del juego establecidas para proyectos de inversión en todos los sectores económicos, fortaleciendo los esquemas

jurídicos y contractuales que han demostrado ser exitosos. Un ejemplo clave es el mecanismo de las vigencias futuras, que ha desempeñado un papel importante en el desarrollo de la infraestructura colombiana. La continuidad y respeto de este tipo de compromisos financieros otorgan seguridad jurídica y brinda a los inversionistas la estabilidad necesaria para ejecutar proyectos de largo plazo y movilizar capital privado en iniciativas públicas.

## **Recomendaciones para reducir el costo de uso del capital**

### **Política fiscal**

Reducir la tarifa del impuesto de renta de personas jurídicas y eliminar el impuesto al patrimonio. Esto disminuiría directamente el costo de uso del capital y fortalecería los incentivos al ahorro e inversión.

Ampliar la base gravable del impuesto de renta de personas naturales, del IVA y reducir el umbral de exoneración de las contribuciones a salud por parte de los empleadores permitiría mejorar la equidad vertical y horizontal, así como la eficiencia del sistema tributario.

Implementar una política de control del gasto público que incluya una revisión del tamaño del Estado, una mejor focalización del gasto social y una mayor eficiencia en el uso de los recursos permitiría fortalecer la credibilidad de la política fiscal y disminuir las tasas de interés.

Estas recomendaciones se desarrollan con más detalle en Mejía (2025).

## **Recomendaciones sectoriales para impulsar la inversión**

### **Competencia y entorno regulatorio**

Impulsar herramientas legales que fomenten la libre competencia. Promover mecanismos como *class actions* para aumentar las sanciones esperadas por prácticas anticompetitivas, fortalecer la capacidad técnica de la SIC y mejorar herramientas legales de autoridades antimonopolio para monitorear y regular prácticas anticompetitivas.

Crear una fuerza de tarea encargada de evaluar licencias, certificaciones y medidas no arancelarias que estén generando costos excesivos o demoras injustificadas en la importación de insumos o exportación de productos nacionales, relacionadas con controles de precios, licencias, reglamentaciones, subsidios, requisitos sanitarios, entre otros.

Revisar y simplificar la estructura arancelaria para reducir su dispersión, combatir el contrabando, hacer más eficientes los procesos aduaneros y reducir costos y requisitos burocráticos en procesos de importación y exportación.

Fortalecer la institucionalidad de la política arancelaria para garantizar decisiones independientes y técnicamente sólidas, limitando la captura de intereses particulares y promoviendo mayor simplicidad y transparencia en la estructura arancelaria.

### **Comercio internacional**

Fortalecer relaciones comerciales con países estratégicos mediante la reducción de barreras arancelarias para sectores clave y el impulso a la sofisticación y diversificación productiva orientada a cadenas globales de valor.

Diseñar e implementar una política pública para promover el comercio exterior de servicios, priorizando sectores con alto potencial de sofisticación y encadenamiento en cadenas globales de valor.

Fortalecer la figura del Operador Económico Autorizado (OEA) mediante la flexibilización de requisitos y el reconocimiento mutuo con países aliados, ampliando el número de empresas beneficiarias.

### **Infraestructura**

Elevar la inversión en infraestructura digital, logística y energética; actualizar y simplificar la regulación de telecomunicaciones, energía, gas y electricidad; y privilegiar marcos regulatorios que impulsen la innovación y fortalezcan la institucionalidad de defensa de la competencia.

Impulsar inversiones en infraestructura férrea, fluvial, terrestre y aérea. Ampliar el cupo de vigencias futuras, promover iniciativas privadas y extender el uso de unidades funcionales.

Integrar al sector productivo en la priorización de proyectos de infraestructura. Esto evitara esfuerzos innecesarios en proyectos inviables y permitirá aprovechar el mecanismo de iniciativa privada de manera estratégica.

### **Capital humano**

Fortalecer la educación media y su articulación con el mercado laboral. Impulsar su vinculación al Marco Nacional de Cualificaciones y a la educación posmedia para mejorar la pertinencia formativa, y ampliar los programas de articulación entre media, posmedia y educación para el trabajo, alineados con las demandas del mercado laboral y las nuevas tecnologías.

Promover la educación dual, mediante el diseño e implementación de programas de formación dual en instituciones de educación superior, para mejorar la pertinencia formativa y la empleabilidad.

Establecer un marco normativo de permeabilidad educativa que defina trayectorias formativas claras, permita el tránsito entre niveles y modalidades y reconozca aprendizajes previos, con el objetivo de elevar la equidad y la calidad del sistema educativo.

Aumentar y mejorar la inversión en primera infancia y en permanencia escolar, y desplegar políticas preventivas contra la deserción y la repitencia basadas en sistemas de alerta temprana.

Fortalecer la evaluación docente y asegurar que sus resultados se utilicen como insumo para el mejoramiento continuo de las prácticas pedagógicas.

### **Eficiencia del Estado**

Reformar el sistema judicial. Promover ajustes institucionales e incorporar herramientas tecnológicas como inteligencia artificial en procesos judiciales, cortes y órganos de control para mejorar su eficiencia y acceso, garantizar la separación de poderes, mejorar la eficiencia del gasto público en justicia y el reducir el conflicto de competencia entre las cortes.

Impulsar la transformación digital del sector público. Modernizar las entidades mediante la adopción de tecnologías digitales, consolidar infraestructuras de datos interoperables con estándares de calidad, y fortalecer la ciberseguridad y la gestión de la privacidad. Esto permitirá mejoras en la eficiencia y transparencia estatal y reduce barreras y costos para el sector privado, favoreciendo un entorno más propicio para la inversión.

Adoptar una reforma electoral que limite la financiación privada de campañas, reduzca la influencia partidista en la elección de los miembros del Consejo Nacional Electoral mediante criterios de independencia y mérito, y fortalezca la representación política del sistema de partidos.

## Tierra

Establecer un impuesto a la tenencia de tierra con tarifas progresivas según tamaño, aptitud productiva y avalúo catastral, para incentivar su aprovechamiento eficiente o su venta para usos productivos.

Promover modelos asociativos entre la agroindustria y productores, orientados a aumentar la productividad agrícola.

Reducir la protección arancelaria y no arancelaria en la agricultura para aumentar la competitividad, facilitar el acceso a mercados internacionales y atraer inversión hacia modernización, infraestructura y mayor valor agregado.

## 6. Referencias

- Acemoglu, D., & Johnson, S. (2024). *Learning from Ricardo and Thompson: Machinery and Labor in the Early Industrial Revolution, and in the Age of AI*. NBER Working Paper No. 32416.
- Avinash, D., & Pindyck, R. (1994). *Investment Under Uncertainty*. Princeton: Princeton University Press.
- Bloom, N., Bond, S., & Van Reenen, J. (2006). Uncertainty and Investment Dynamics. *National Bureau of Economic Research*.
- Fedesarrollo. (2024). Tendencia Económica: Retos y estrategias para recuperar la inversión.
- Gulen, H., & Ion, M. (2012). Policy Uncertainty and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, Vol. 29 (3), 2016, 523-564.
- Jorgenson, D. (1967). *The Theory of Investment Behavior*. University of California at Berkley.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycle. *The Journal of Finance*.
- Kumar, M., & Baldacci, E. (2010). Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields. *IMF Working Papers*.
- Kwabi, F., Boatent, A., & Akomea-Frimpong, I. (2022). *Economic policy uncertainty and the cost of equity capital: Evidence from a global perspective*. *Financial Markets, Institutions and Money*, 76, 101456.
- Laubach, T. (2007). New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Mejía, L. F. (2025). Una estrategia de ajuste fiscal, *Fedesarrollo*.
- Uhlig, H. (2005). What are the effects of monetary policy on output? Results from an agnostic identification procedure. *Journal of Monetary Economics*, 52, 381-419.