

Reporte especial

Análisis sobre la sostenibilidad fiscal de Colombia

**Héctor Wilson Tovar**

Gerente
wtovar@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1107

María Alejandra Martínez

Directora
maria.martinez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1566

Cristian Enrique Peláez

Analista de divisas
cristian.pelaez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Juan Sebastián Acosta

Analista de renta fija
juan.acosta@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Jahnisi Arley Cáceres

Analista de renta variable
jahnisi.caceres@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Laura Sophia Fajardo Rojas

Practicante
laura.fajardo@accivalores.com



[@accionesyvalores](#)



[@accivalores](#)



[Acciones y Valores](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

Resumen del Plan Financiero 2024

La semana anterior, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Plan Financiero de 2024. Entre los puntos relevantes, Ricardo Bonilla mostró actualizaciones de los supuestos macroeconómicos del país. El crecimiento esperado del PIB del 2024 se mantuvo en 1.5%, pero la tasa de cambio (TRM) sería de COP 4,317, menor a la prevista en el MFMP de COP 4,603, lo que pondría una presión bajista al recaudo tributario relacionado con el IVA externo. Otra de las revisiones importantes fue el alza del precio del petróleo de USD 74.5 por barril a USD 78.

El déficit fiscal, como porcentaje del PIB, aumentaría en el 2024 hasta -5.3%, igualando los niveles de 2022 debido a: i) una revisión a la baja en los ingresos por menores recursos de litigios tributarios, la caída del artículo en la Corte Constitucional sobre la deducibilidad de regalías y condiciones económicas menos favorables, ii) un gasto todavía elevado, a pesar del ajuste de COP\$6.5 billones para compensar el efecto de la caída del artículo.

Sobre el cumplimiento de la Regla Fiscal, el ministro indica que, si bien ahora se prevé un mayor déficit fiscal en 2024, el menor ciclo petrolero y económico permitiría alcanzar los objetivos, pues la regla fiscal se evalúa sobre el Balance Primario Neto Estructural.

Nuestro análisis

Creemos que la balanza de riesgos se inclina más hacia lo negativo que a lo positivo.

Dentro de lo positivo, también destaca el sobrecumplimiento del déficit en 2023. En línea con nuestras expectativas, el déficit total cerró en 4.2% del PIB, por debajo del 4.3% que se planteó en el MFMP. A pesar de no alcanzar la meta de recaudo tributario debido a la desaceleración económica, la apreciación de la moneda local y la falta de distribución del dividendo extraordinario por parte del Grupo Ecopetrol, el pago de intereses resultó ser inferior a las expectativas. Además, la ejecución presupuestaria rezagada generó un menor gasto primario (funcionamiento + inversión).

El cierre de la deuda en 2023 también fue una buena noticia. Además de la corrección en el déficit fiscal, la apreciación de la moneda y el crecimiento económico local le permitió a la deuda neta del Gobierno Nacional Central (GNC) terminar el año (52.8% del PIB) por debajo del ancla de largo plazo establecida por la regla fiscal (55% del PIB).

Estimaciones económicas para 2024

	MFMP 2023	Plan Financiero 2024	Promedio analistas	Acciones y Valores
PIB real (var anual)	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%- 1.7%
Inflación (fin de periodo, var anual)	5.6%	6.2%	5.1%	5.81%
TRM (COP/USD)	4,603	4,317	4,129	4,180
Precio del Petróleo Brent (USD/barril)	74.5	78.0	82.5	82.0
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	-3.5%	-2.5%	-3.3%	-3.20%

Fuente: MHCP, LatinFocus, Bloomberg, EIA - Cálculos Investigaciones Económicas Accivalores

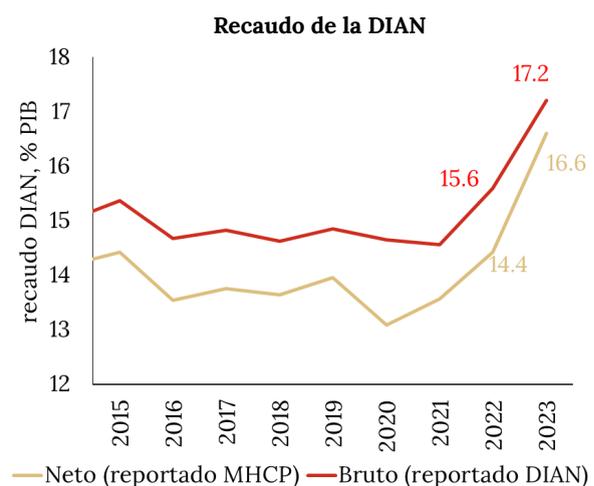
Además, resaltamos que la mayoría de los supuestos macroeconómicos son coherentes. Las estimaciones de inflación y tasa de cambios se mantienen dentro del rango estimado por los analistas. Aunque, creemos que el crecimiento

económico luce optimista, cuando entidades como el Banco de la República espera un crecimiento de 0.8% y el promedio de los analistas un 1.3%. Además, en la coyuntura, el precio del petróleo está sujeto a volatilidades. Si bien sería positivo ver presiones alcistas en los precios del petróleo, condicionado al desenlace del conflicto bélico en Medio Oriente, la dirección que tome la OPEP+ sobre su recorte voluntario y la producción en EE.UU, quizá la coyuntura de debilidad económica pueda generar presiones bajistas.

Dentro de lo negativo, el escenario fiscal de 2024 luce más retador, por varias razones. A continuación, hablaremos de ellas.

1) Ingresos no recurrentes

Vemos que uno de los principales riesgos en materia de ingresos tributarios está asociado a la menor capacidad de la DIAN para cumplir con las metas de recaudo y evasión fiscal, además de la moderación en los ingresos no recurrentes por litigios, ante la resolución no exitosa de disputas judiciales. Aunque el Plan Financiero reduce este último rubro en 2024 en \$5 billones, aún se contemplan \$10 billones de recaudo (0.6% del PIB) relacionado con esta partida.



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Creemos que hay incertidumbre de si estos ingresos se concretarán o no, precisamente por el ajuste de \$5 billones que se hizo. El Gobierno fue muy optimista en su último MFMP sobre estos ingresos esperados, ahora no hay certidumbre de que se logren, lo que coloca al balance fiscal en aprietos.

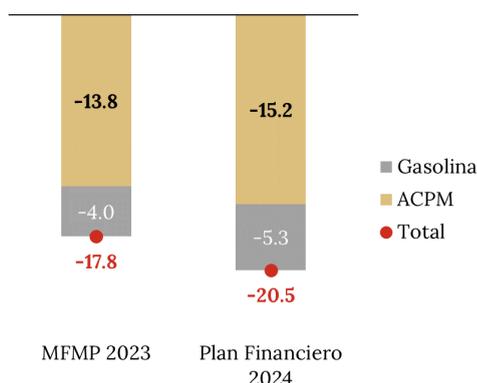
Según el Plan Financiero, los ingresos tributarios de la DIAN pasarán de 16.6% del PIB en 2023 a 17.2% en 2024. Creemos que estas cifras son muy optimistas, no sólo por los ingresos esperados de las resoluciones legales, sino por la recaudación derivada de las medidas contra la evasión fiscal.

2) Dudas por el incremento en Diesel

Otra de las preocupaciones para la sostenibilidad fiscal, esta vez de lado del gasto, es la falta claridad sobre la dirección que tomará el proceso de ajuste de los precios del ACPM.

El gobierno inicialmente proyectaba acumular en 2023 un déficit de \$17.8 billones en el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC). Sin embargo, el Plan Financiero ha elevado la previsión de déficit hasta \$20.5 billones, en parte debido al retraso por parte del gobierno en la reducción de los subsidios a los precios del diésel.

Posición Neta del FEPC en 2023



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Aunque el ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, ha mencionado que el Gobierno aún negocia

con los representantes de los gremios de transportadores para tomar una decisión consensuada, es una decisión todavía incierta. De no llegar a algún arreglo, el FEPC seguirá ejerciendo presión sobre las finanzas públicas, sobre todo por las expectativas alcistas en los precios del petróleo, la volatilidad de la moneda y el costo de los fletes marítimos o terrestres y demás costos incurridos para transportar un galón de gasolina, que por la coyuntura climática y bélica podrían encarecerse.

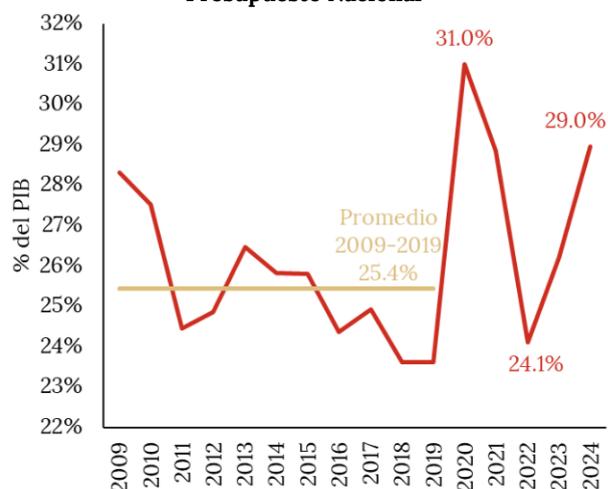
Cabe aclarar que el Plan Financiero contempla que el déficit del FEPC por ACPM pase de -\$15.2 billones en 2023 a -\$9.5 billones en 2024.

3) Presupuesto Nacional en máximos

Parte del porqué del incremento en las expectativas del déficit total para 2024 se debe a un incremento del gasto, en línea con la aprobación del Presupuesto General de la Nación por un monto de \$502.6 billones (B), un 18.9% más alto frente al 2023.

En realidad, en términos relativos como % del PIB, es el segundo presupuesto más alto que se ha aprobado en la historia, luego del de 2020 cuando se requirió un estímulo adicional por la emergencia médica y social de la pandemia. Para este año, el presupuesto pesa el 29% del PIB, muy por encima del 25.4% promedio histórico.

Presupuesto Nacional



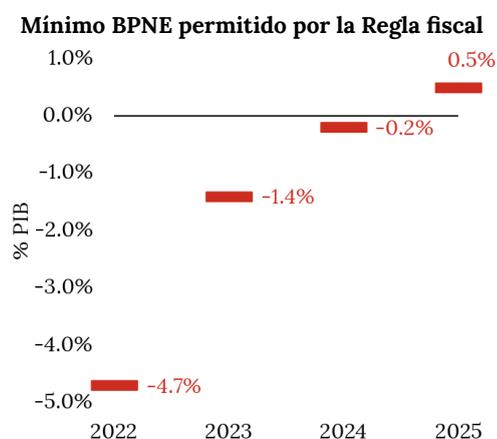
Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

A pesar de la disminución en el gasto primario proyectado para este año, de 20.6% a 19.9% del PIB, el Ministro de Hacienda afirmó durante la conferencia de prensa que no prevén llevar a cabo ajustes en el Presupuesto de la Nación.

En medio de la incertidumbre fiscal, consideramos que sería apropiado enviar señales al mercado y las calificadoras de riesgo de que el gasto se está controlando, o que se está priorizando para la inversión pública que ayude a impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, creemos que reducir los gastos será difícil, en especial por los costos fiscales que podrían surgir de las reformas en proceso en el Congreso, los cuales por el momento se desconocen.

4) Cumplimiento de la Regla Fiscal

Luego de la publicación del Plan Financiero, los agentes del mercado se encuentran evaluando la probabilidad del cumplimiento de la regla fiscal.



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

A pesar de que la regla fiscal permite un déficit total más amplio en respuesta a la disminución de ingresos petroleros y la desaceleración económica, las cifras del Plan Financiero para 2024 señalan que hay un margen limitado. Esto se debe a que el gobierno ha decidido utilizar completamente el espacio permitido por la regla fiscal, por lo que, ante cualquier coyuntura, el cumplimiento de la Regla Fiscal podría verse en aprietos. En particular, por factores como i) un

menor crecimiento económico al 1.5% estimado en el Plan Financiero, ii) menores ingresos provenientes de la lucha contra evasión fiscal, iii) no recibir los litigios ante la resolución no exitosa de disputas judiciales, iv) no poder reducir el gasto primario en los 0.7% del PIB frente a lo publicado en la Ley de Presupuesto, ya sea por inflexibilidad en gastos de funcionamiento o de inversión, v) percibir menores ingresos petroleros, bien sea por menos dividendos de Ecopetrol o una caída de la TRM.

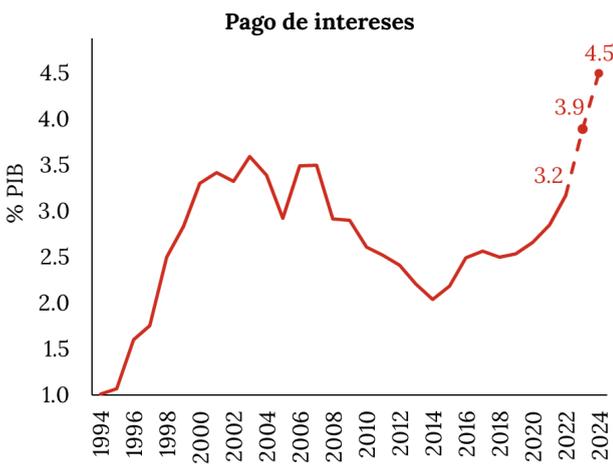
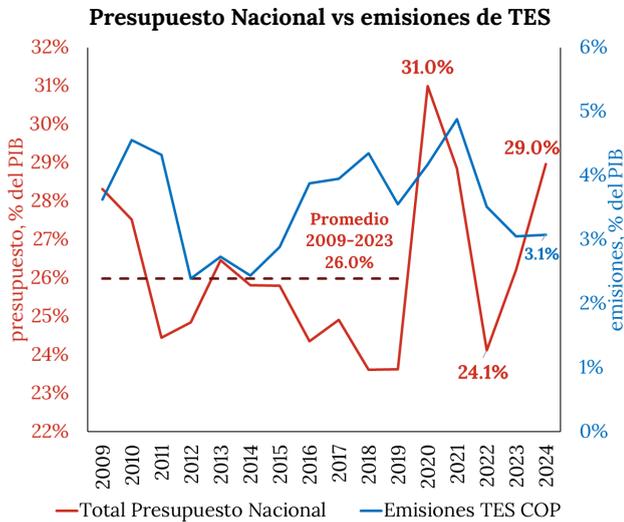
Ahora bien, creemos que, de no concretarse los ingresos por litigios y menor evasión fiscal, de las cuales no somos muy optimistas, quizá un menor gasto primario pueda compensar ese efecto, si el Presupuesto Nacional no se ejecuta al 100%, como en el 2023 y como ha sido usual en años anteriores. Esto podría darle respiro adicional a las finanzas públicas y, sobre todo, al cumplimiento de la regla fiscal.

5) Efecto en mercados financieros

Las cifras fiscales actualizadas en el Plan Financiero sugieren que, ni los ingresos de las últimas dos reformas tributarias de 1.7% del PIB, ni la corrección del déficit del FPEC del 1% del PIB, fue suficiente para corregir el déficit fiscal. El mensaje para los mercados transmite incertidumbre y riesgo en cuanto al cumplimiento de la regla fiscal, especialmente si alguna de las proyecciones económicas del Plan Financiero no se materializa según lo esperado.

Dadas las expectativas fiscales del Plan Financiero para este año, la propuesta de Fuentes y Usos para 2024 anticipa que el déficit total a financiar es de COP \$89.3 billones. Estas actualizaciones significan que las necesidades de financiamiento para 2024 provenientes de emisiones de deuda local aumentarán de COP 46 billones estimados en el MFMP a COP \$53.4 billones (3.1% del PIB), mientras que la emisión de deuda externa disminuirá ligeramente de COP \$27.4 billones a COP \$22.39 billones. En total, los desembolsos serían de COP \$75.8

billones. Según lo comentado en la rueda de prensa, de las emisiones internas, se colocarán en el mercado de subastas COP \$37 billones y COP \$1 billón en TES verdes.



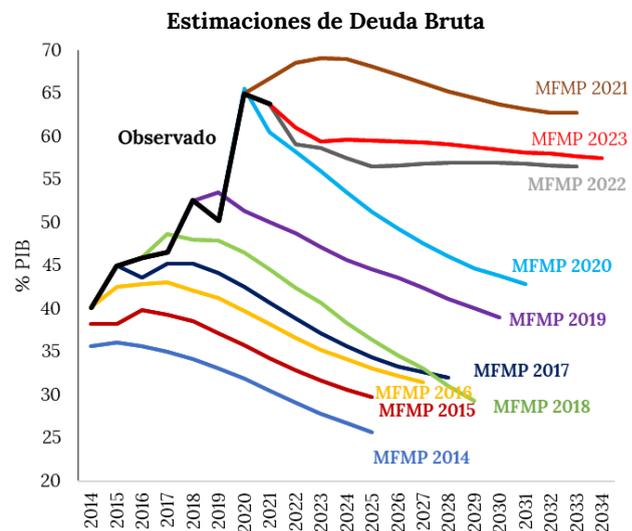
Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Cabe destacar que ese 3.1% del PIB está ligeramente por encima de las emisiones del 2023, pero por debajo del promedio de la década previa a la pandemia de 3.52%. Mantener esas proporciones puede ser bueno para evitar pagos adicionales en intereses de la deuda, los cuales han venido en incremento desde hace dos años con el proceso de endurecimiento monetario de los bancos centrales.

Creemos que las nuevas cifras fiscales tendrán un efecto en el mercado de renta fija. Dado el aumento del déficit fiscal proyectado para 2024

y, por ende, el incremento de emisiones locales para el financiamiento, para el mercado podría ser difícil de asimilar este nuevo entorno fiscal. Además, como existe una mayor probabilidad de que se participe activamente en operaciones de gestión de deuda, puede haber presión sobre los rendimientos, especialmente a largo plazo.

Aunque en 2023, el cierre de la deuda del GNC por debajo del ancla de la deuda es positivo para las finanzas públicas, en el 2024 hay varios retos al respecto. Además del riesgo de que las proyecciones económicas no se cumplan y resulten en un mayor déficit fiscal, la deuda externa estará condicionada a la volatilidad de la moneda y su efecto en el componente de la deuda externa que, según el cuadro de Fuentes y Usos de 2024, representa un 30% del total. Sin embargo, creemos que la TRM estimada en el Plan Financiero es más alta de lo que estima el mercado, lo que genera un espacio adicional en el cálculo de la deuda. De darse una TRM promedio inferior a la que prevé el Gobierno, esto resultaría a favor, como ocurrió en el 2023. En realidad, como ha sido usual, el Gobierno es optimista en sus cuentas.



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Conclusiones

La incertidumbre fiscal ha sido uno de los

factores más relevantes de cara al futuro de la economía colombiana.

En enero, la agencia calificadora S&P Global Ratings ajustó la perspectiva crediticia de Colombia de estable a negativa, manteniendo las calificaciones soberanas de 'BB+' y 'BBB-' en moneda extranjera y local, respectivamente. Según la agencia, la calificación soberana dependerá del desempeño económico del país, la ejecución de reformas clave del gobierno y el cumplimiento de la regla fiscal. No sobra mencionar que, en el escenario más adverso, de no cumplirse la Regla Fiscal, se incrementa la probabilidad de futuras rebajas en la calificación crediticia de Colombia, lo que tendría un impacto en los rendimientos de los bonos del Gobierno por mayor riesgo.

En un contexto económico y financiero altamente volátil, en adelante los factores

externos, como las decisiones de política monetaria de los desarrollados, y la postura del Banco de la República serán determinantes para los mercados internos en los meses venideros. Por ello, el Gobierno deberá priorizar la senda de sostenibilidad fiscal, reestructurando el gasto hasta devolverlo a su promedio histórico y además impulsando las fuentes de ingresos estructurales y recurrentes, diferentes a las de Transacciones de Una Única Vez. También será importante definir el inicio de la hoja de ruta para el incremento del precio del ACPM, los costos fiscales de las reformas en el Congreso, además de proporcionar ideas más claras sobre la eventual tramitación de una nueva reforma tributaria y de si es conveniente en un momento de desaceleración económica.

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una

oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2024 Acciones & Valores S.A.