

Reporte especial

Situación fiscal de Colombia: Análisis del MFMP

**Héctor Wilson Tovar**

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

María Alejandra Martínez

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

Diana Valentina Gonzalez

Analista de renta fija
diana.gonzalezs@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



[@accionesyvaloressa](#)



[@accivaloressa](#)



[Acciones y Valores](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

Resumen general

La incertidumbre fiscal ha sido uno de los factores más relevantes de cara al futuro de la economía colombiana.

La semana anterior, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2024, en donde se hicieron cambios en los supuestos macroeconómicos del país. La previsión del PIB para 2024 se elevó de 1.5% a 1.7%, respecto a las estimaciones de enero en el Plan Financiero (PF) y la de la inflación para el cierre de año se estimó de 6.0% a 5.3%. También, aumentó las previsiones del precio del barril de petróleo Brent de USD \$78 a USD \$83 para 2024 y se estimó una tasa de cambio más baja de \$3,997 frente a los COP \$4,317 previstos en el PF.

El déficit fiscal, como porcentaje del PIB, aumentaría en el 2024 hasta de 5.3% a 5.6%, superando los niveles de 2022 debido, principalmente, a: i) el desfase en las metas de recaudo tributario de la DIAN, atribuido a, primero, un anticipo en los pagos de renta de empresas el año pasado, que ahora están solicitando devoluciones, y, segundo, el hecho de que ya no se recogerán los 10 billones en arbitramento de litigios, ii) un mayor pago de intereses de la deuda.

Sobre el cumplimiento de la Regla Fiscal, el ministro indica que, si bien ahora se prevé un mayor déficit fiscal en 2024, todo dará para que se cumpla, pues la regla fiscal se evalúa sobre el Balance Primario Neto Estructural, el cual no cambió frente al previsto en el PF.

Nuestro análisis

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

Dentro de lo positivo, destacamos el recorte presupuestal. Uno de los puntos cruciales en este MFMP es la reducción en el gasto primario (funcionamiento + inversión) de \$30.8 billones (bn), a raíz de que el recaudo tributario está lejos de su meta planteada en el PF. Esta decisión muestra la disposición del Gobierno para controlar las finanzas del país. De hecho, destacamos que el MHCP reconozca y pueda sincerar sus dificultades, sobre todo ante el retiro del proyecto de ley de arbitramento de litigios, y entregue cifras “creíbles”.

También, valoramos que se hayan eliminado los litigios de las cuentas fiscales, dadas las advertencias del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) de que estos no podían contabilizarse como ingresos estructurales y, por tanto, el cálculo del cumplimiento de la regla fiscal podría verse alterado.

La disminución en el estimativo de la deuda en 2024 también fue una buena noticia. La estabilidad de la moneda y un mayor crecimiento económico local le permitiría a la deuda neta del Gobierno Nacional Central (GNC) terminar el año cerca del ancla de largo plazo establecida por la regla fiscal. El estimativo bajó de 57.0% al 55.3% entre el PF y el MFMP.

Gráfica 1. Estimaciones económicas para 2024

	Plan Financiero 2024	MFMP 2024	Promedio analistas	Acciones y Valores
PIB real (var anual)	1.50%	1.7%	1.4%	1.34%
Inflación (fin de periodo, var anual)	6.20%	5.3%	5.4%	6.05%
TRM promedio (COP/USD)	4,317	3,997	3,954	3,970
Precio del Petróleo Brent (USD/barril)	78.0	83.0	82.5	82.5
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	-2.50%	-2.6%	-3.0%	-2.60%

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

En general, la mayoría de los supuestos económicos son razonables en la coyuntura. Las estimaciones de inflación y cuenta corriente 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 1.4% y el promedio de los analistas también de 1.4% (**Gráfica 1**). Además, en la coyuntura, la tasa de cambio y el precio del petróleo están sujetos a volatilidades, por lo que creemos que en ambos casos hay poco espacio ante cualquier eventualidad.

En el caso de la tasa de cambio, esta podría tener presiones alcistas ante la desincronización en la bajada de tasas de la Reserva Federal y el Banco de la República, el ciclo de las elecciones presidenciales en EE.UU, las actualizaciones de calificaciones crediticias y la evolución de la prima de riesgo local. El cómo se consolide la senda de sostenibilidad fiscal será crucial en esto.

En cuanto al precio del petróleo, si bien sería positivo ver presiones alcistas, condicionado al desenlace del conflicto bélico en Medio Oriente y las restricciones en el suministro de crudo, la dirección que tome la demanda global y la producción en EE.UU, pueda generar presiones bajistas.

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

1) Menor gestión de la DIAN

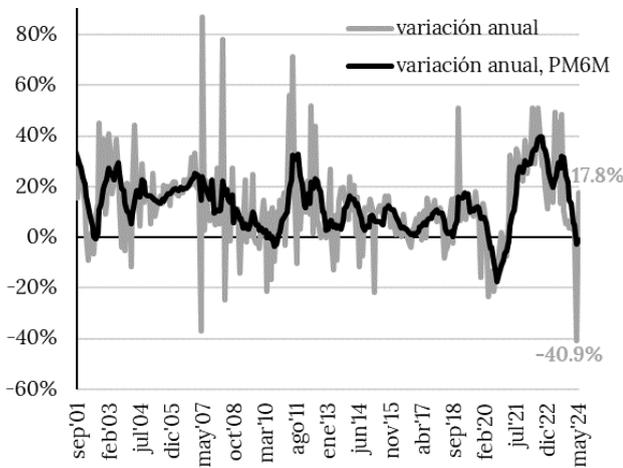
Como lo habíamos comentado en su momento, uno de los principales retos para este año iba a ser la menor capacidad de la DIAN para cumplir con las metas de recaudo y evasión fiscal.

En efecto, entre enero y mayo de 2024, la DIAN informó que el recaudo tributario bruto cayó -4.4% nominal anual a \$116.1 bn, comparado con los \$121.5 bn de 2023. Sólo en abril, la caída fue

de -41%, que parcialmente se ve compensada por el comportamiento de mayo, en donde se recaudó un 17.8% más que el año pasado (**Gráfica 2**).

Varias factores explican este incumplimiento de las metas: i) una caída en las cuotas de renta, en medio de un ciclo de desaceleración económica y puesto que varias empresas anticiparon sus pagos en el 2023, ii) una menor tasa de cambio a la prevista en el PF que impide una mayor entrada de recursos por impuestos externos, iii) menor gestión de la DIAN para combatir la evasión y elusión tributaria, como el retiro del proyecto de ley de arbitramento de litigios y iv) la negativa de la Corte Constitucional sobre la solicitud de incidente de impacto fiscal, que buscaba modular el fallo sobre la deducibilidad de regalías, y con la que se esperaba recaudar cerca de \$6 bn. Como mencionamos, nos parece positivo la eliminación de los litigios de las cuentas fiscales, puesto que se alinean con las recomendaciones del CARF.

Gráfica 2. Recaudo bruto de la DIAN



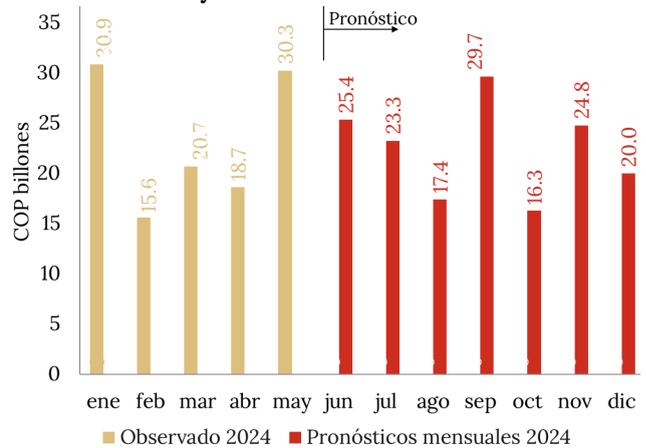
Fuente: DIAN - Investigaciones Económicas Accivalores

Ante esta situación, la meta de recaudo total de 2024 cayó un 10% (-\$32 bn) entre lo previsto en el PF y el MFMP. Ahora, se estima recaudar \$289 bn, o 17.1% del PIB. De esos, \$257 bn serían ingresos netos de la DIAN.

Creemos que con la corrección de estos estimativos, hay más certeza de lograr las metas.

No obstante, mucho dependerá del ritmo de la economía, pues nuestros cálculos apuntan a un recaudo neto de la DIAN de \$253 bn, el 15% del PIB. En términos brutos, sin devoluciones, podría distribuirse mensualmente como la **Gráfica 3**. Pero, creemos que si el recorte presupuestal en inversión pública se hará sobre proyectos intensivos de mano de obra y con encadenamiento productivo, se podría estar poniendo en aprietos al recaudo.

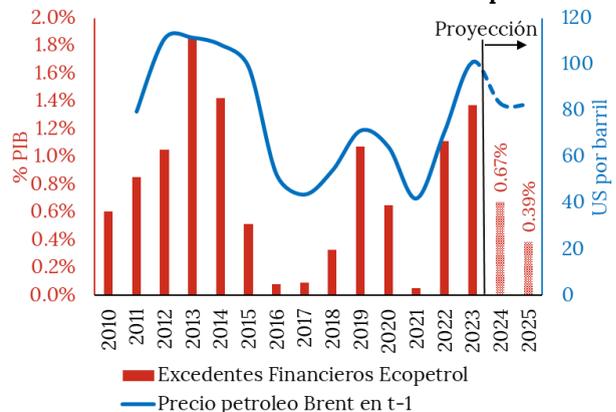
Gráfica 3. Proyecciones recaudo bruto de la DIAN



Fuente: DIAN - Investigaciones Económicas Accivalores

Los retos en ingresos este año son varios. Además de que el ciclo económico y la gestión de la DIAN ha afectado las metas, este año lo que recibe el Estado por excedente financieros de Ecopetrol puede ser casi la mitad que el año pasado. Nuestros cálculos son de \$11.38 bn para el 2024, que podría disminuir a \$6.9 en 2025 (**Gráfica 4**).

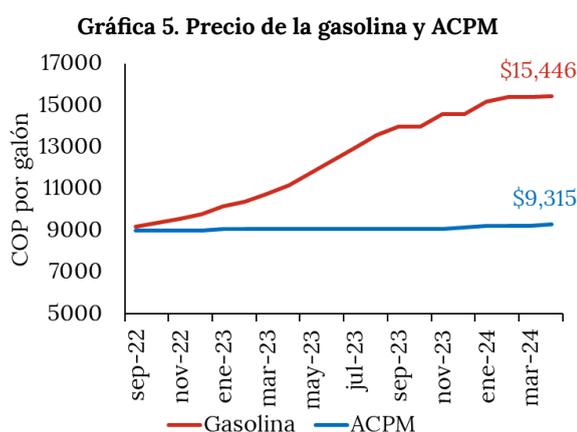
Gráfica 4. Excedentes financieros Ecopetrol



Fuente: EIA, Ecopetrol- Investigaciones Económicas Accivalores

2) Nueva estrategia para sanear el déficit del FEPC

Este año, otra de las preocupaciones para la sostenibilidad fiscal, esta vez de lado del gasto, ha sido la falta claridad sobre la dirección que tomará el proceso de ajuste de los precios del ACPM, luego del incremento de más de \$6,000 que tuvo la gasolina (**Gráfica 5**).



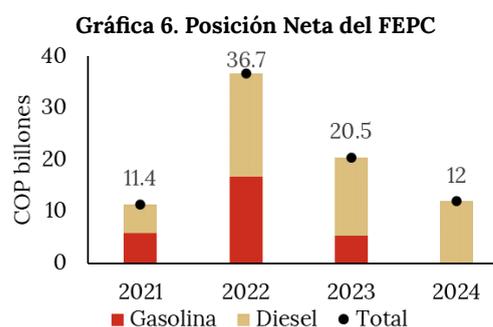
Fuente: CREG- Investigaciones Económicas Accivalores

El Gobierno, como primer paso, anunció en el MFMP el incremento del precio del ACPM para grandes consumidores (>20.000 galones al mes) hasta igualarlo al precio internacional. Esto incluye más de 230 agentes de empresas mineras, petroleras, carboneras y de caña de azúcar. Como se dio a entender, este incremento no sería de manera gradual, sino inmediato.

Aunque es un buen inicio, creemos que esta medida es insuficiente, pues le permitiría ahorrar unos \$600 mil millones por año. Sobre el resto de los consumidores de ACPM, aunque el ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, ha mencionado que el Gobierno negocia con los representantes de los gremios de transportadores para tomar una decisión consensuada, es una decisión todavía incierta y no creemos que suceda este año. De no llegar a algún arreglo pronto, el FEPC seguirá ejerciendo presión sobre las finanzas públicas, sobre todo por la volatilidad de los precios del petróleo y de

la moneda y el costo de los fletes marítimos o terrestres, que por la coyuntura climática y bélica podrían encarecerse.

De acuerdo con el MHCP, el FEPC de la gasolina ya se cerró en enero del 2024, por lo que el faltante solo el del ACPM. En el 2023, el déficit por este concepto fue de \$15.2 bn y con las medidas que se está haciendo este año cerraría en \$12 bn (**Gráfica 6**), que es superior a la que se preveía en el PF de \$9.5 bn



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

3) Pago de intereses en máximos

Uno de los temas que más nos preocupa es el incremento en los pagos de interés que, para el 2024, se estima en 4.7% del PIB (**Gráfica 7**). Es una cifra significativamente alta si, por ejemplo, se compara con el promedio histórico entre 2012-2021 de 2.74%, o, incluso, con el pago que se hizo en el 2022 cuando la tasa de cambio finalizó el año por encima de los \$4,800. Más aún, nos preocupa la senda estimada en el mediano plazo, pues en el 2025 no se prevé una corrección de estos pagos, y en los próximos 10 años la cifra no bajaría de 3.4%.

Este incremento se debe principalmente a la acumulación de deuda pública desde el inicio de la pandemia de COVID-19, además de las tasas de interés altas a nivel mundial y local con el proceso de endurecimiento monetario de los bancos centrales. Ahora bien, quizá un factor que pueda mitigar la magnitud de estos pagos es el comportamiento de la moneda, como ocurrió en 2023; si, la tasa de cambio cierra por debajo

de la estimada en el MFMP, habría espacio para que los gastos por este concepto sean menores.

Gráfica 7. Pago de intereses



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Solo desde 2030 iniciaría una tendencia ascendente del gasto primario, que sería posible por el espacio que, en teoría, permitirá la reducción del gasto en intereses. No obstante, lograr un pago intereses inferior al 4% del PIB dependerá de varios factores exógenos, entre esos, el ciclo de reducción de las tasas de la FED y los flujos hacia emergentes. Además, si las calificadoras de riesgo deciden bajar la calificación crediticia, como el mercado financiero lo ha venido descontando en gran parte, sería difícil retomar niveles históricos en el pago en intereses, algo que atentaría con la sostenibilidad fiscal del país.

4) Propuesta sobre la Regla Fiscal

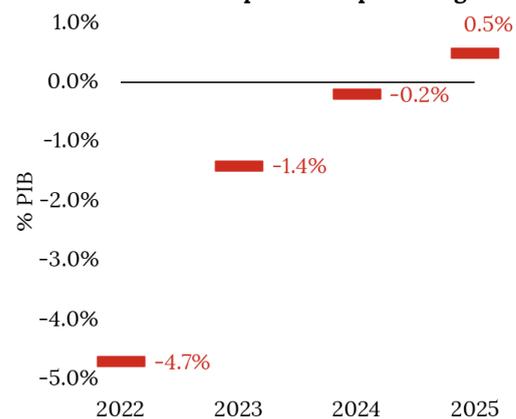
Luego de la publicación del Plan Financiero, los agentes del mercado se encuentran evaluando la probabilidad del cumplimiento de la regla fiscal.

A pesar del aumento en el déficit fiscal, el gobierno se comprometió a cumplir la regla fiscal. En todo caso, para el 2024, el MFMP deja poco espacio de maniobra ante cualquier eventualidad, pues el Balance Primario Neto Estructural (BPNE) roza el límite permitido por la Regla Fiscal. En especial, algunos factores podrían presionar las finanzas, como: i) un crecimiento económico menor al 1.7% estimado que limiten el recaudo tributario aún más, ii)

menores ingresos provenientes de la lucha contra evasión fiscal, iii) menores ingresos petroleros debido a una caída del precio internacional o la TRM y iv) aplazamiento del incremento en precios Diésel.

Hacia la discusión del siguiente año, se buscará adelantar el régimen de transición con lo cual busca anticipar las metas del 2026 al 2025, algo que falta por discutir en el Congreso. Como en el 2025 el régimen de transición obliga al Gobierno a garantizar un BPNE del 0.5% del PIB (**Gráfica 8**), la propuesta de adelantar la entrada en vigencia del mecanismo paramétrico le daría un espacio a las finanzas públicas, pues el superávit requerido sería de 0.2% del PIB. Es decir, el espacio fiscal es de 0.3 puntos porcentuales.

Gráfica 8. Mínimo BPNE permitido por la Regla fiscal



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Creemos que es una propuesta válida, teniendo en cuenta que el nivel de deuda neta ya estaría convergiendo a niveles cercanos al ancla de 55% del PIB, lo que reduce la necesidad de tener un periodo de transición.

En general, el mensaje del Gobierno en cuanto a su disposición de respetar el cumplimiento de la Regla Fiscal y de querer controlar los gastos públicos tranquilizó a los mercados.

5) Sostenibilidad de la deuda

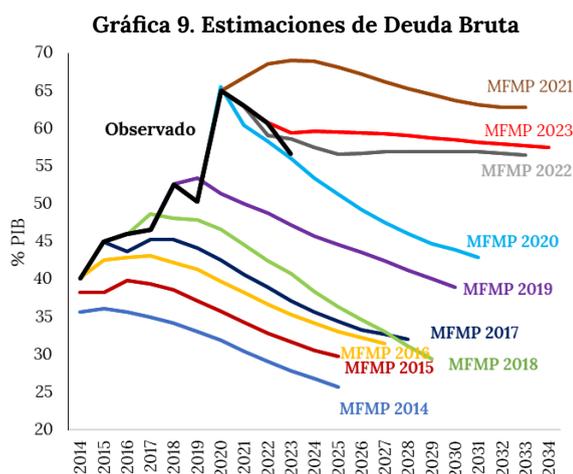
Para 2024, se estima que la deuda neta sea 55.3% del PIB, valor más bajo del proyectado en

el PF de 57%. Esta corrección ha sido gracias a una mayor apreciación esperada de la tasa de cambio y un PIB nominal más alto.

De nuevo, creemos que el movimiento de la tasa de cambio, como su pronóstico se ajusta a la media de los analistas, deja poco espacio en el cálculo de la deuda ante cualquier eventualidad.

Aunque el año pasado, el cierre de la deuda terminó en 53.8% del PIB, debido a la apreciación de la tasa de cambio real (-5.8 puntos porcentuales), este año hay varios factores a tener en cuenta. 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. Pero, de darse una tasa de cambio inferior a la que prevé el Gobierno, esto resultaría a favor.

Ahora, frente a las estimaciones de mediano plazo, aunque nos parece preocupante no ver una corrección de los niveles de deuda, en realidad, valoramos que las cifras son más creíbles, pues, como ha sido usual, el Gobierno es optimista en sus cuentas (**Gráfica 9**).



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Las necesidades de financiamiento del GNC para 2024 aumentaron a COP \$143.2 billones, principalmente por un mayor déficit a financiar

y el aumento en intereses internos y disponibilidad de caja, aunque con una reducción en los recursos para amortizaciones de deuda. El Gobierno planea cubrir estas necesidades con un aumento en la emisión de deuda interna, incluyendo TES para cubrir el déficit del FEPC y otras obligaciones, sumando un total de COP \$22.7 billones en TES.

Para el financiamiento externo, se planea una nueva emisión de deuda en el segundo semestre de 2024 y la compra de bonos en el mercado secundario. En 2025, las necesidades de financiamiento se estiman en COP \$147.3 billones (8.3% del PIB), con un enfoque en el financiamiento interno y un mayor esfuerzo debido a la devaluación del peso colombiano. Se espera un aumento significativo en las amortizaciones para 2025, alcanzando el 2.7% del PIB (COP \$48.6 billones).

6) Efecto en mercados financieros

Las cifras actualizadas en el MFMP sugieren que el panorama fiscal de Colombia sigue siendo desafiante para la sostenibilidad y la calificación crediticia del país. Sin embargo, hay varias cosas positivas a resaltar, empezando por el mensaje del MHCP sobre la disposición a garantizar la sostenibilidad fiscal, recortando el gasto público. El mercado lo recibió así; pues, la curva de TES se valorizó luego de la presentación del documento, al mismo tiempo que la tasa de cambio, que en días previos había llegado hasta los \$4,215, revirtió gran parte de las pérdidas. Creemos que posiblemente muchos temas abordados ya habían sido descontados por los operadores, reduciendo la incertidumbre.

En todo caso, el panorama todavía luce todavía nublado, pues el incremento del déficit fiscal frente al año pasado es de 1.3 puntos del PIB; es decir, ni los ingresos de las últimas dos reformas tributarias de 1.7% del PIB, ni la corrección del déficit del FEPC del 1% del PIB, fue suficiente para corregir el desbalance; si a ello se suma la lejanía de las metas en gestión de la DIAN.

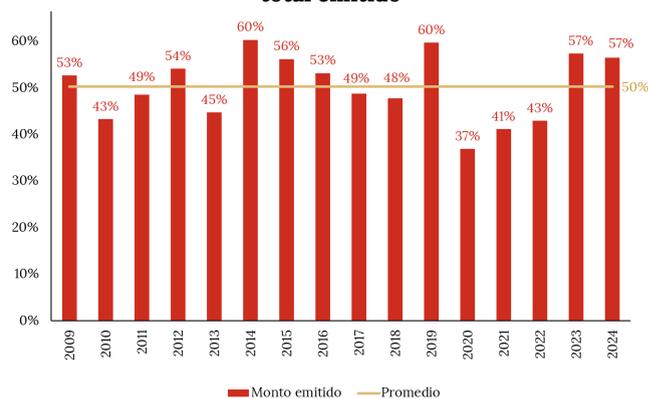
En medio de esta incertidumbre fiscal, consideramos que sería apropiado enviar señales adicionales al mercado y las calificadoras de que el gasto se está controlando efectivamente, o que se está priorizando para la inversión pública que ayude a impulsar el crecimiento económico. Sobre todo, por la inflexibilidad de muchos de estos y que, además, no se incluyó el costo fiscal de la reforma pensional que ya fue aprobada en el Congreso.

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, las nuevas emisiones están relacionadas con la materialización del recorte presupuestario. Si realmente se hace efectiva la reducción en el gasto primario, la emisión de TES se mantendría en lo esperado. No obstante, en caso tal de que el recorte de gastos no sea suficiente, se podría ver un panorama negativo y podrían producirse presiones hacia un posible incumplimiento de la regla fiscal. Para el 2025, genera particular preocupación el vencimiento de los TES en tasa fija y tasa UVR que vencerán ese año y que generarán un gasto importante para el Gobierno.

Por el momento, las emisiones de TES se encuentran ligeramente elevadas frente al promedio de años anteriores (**Gráfica 10**); sin embargo no se encuentra en un nivel alarmante. No obstante, teniendo en cuenta las limitaciones en los supuestos del MFMP, puede que la

emisión de TES se acelere. Además, 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.

Gráfica 10. Porcentaje de emisiones hasta mayo sobre el total emitido



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas ACVA

El Ministerio de Hacienda ha anunciado una emisión con vencimiento en 2046 y un cupón cercano al 12%, en contraste con los cupones del 6-7% antes de la pandemia. Dado el incremento del cupón, es probable que el pago de intereses se mantenga en niveles elevados. Este escenario, junto con la poca probabilidad de recuperar el grado de inversión de Colombia en el corto plazo, mantendría la curva de rendimientos por encima del 9%, especialmente si la normalización de la política monetaria local se demora.

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.