

13 de junio de 2024

Expectativa del marco fiscal de mediano plazo: el ajuste fiscal también pasa por la reactivación económica

Autores:

Julio Romero A.

 Economista Jefe
julio.romero@corfi.com
César Pabón Camacho

 Director Ejecutivo
 Investigaciones Económicas
cesar.pabon@corfi.com

- El Ministerio de Hacienda presentará mañana el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), un documento clave para la confianza en el manejo de las finanzas públicas que cobra especial relevancia ante el deterioro reciente de las cuentas fiscales (ver “Situación fiscal de Colombia: riesgos en aumento” en [Informe Semanal – Mayo 20 de 2024](#)).
- Para cumplir el déficit permitido por la Regla Fiscal en 2024, de 5,3% del PIB, estimamos que el MFMP debe hacer explícito un recorte del gasto mayor a los \$20 billones (1,0% del PIB) que anunció recientemente el Ministro de Hacienda.
- El recaudo tributario hasta mayo acumulaba una caída anual de 4,4%, alejándose de la meta oficial de crecimiento de 10,3%, a lo cual se suma la no materialización de los ingresos esperados por arbitramento de litigios. El gobierno reconoció que, en los primeros cinco meses del año, el faltante fiscal era de \$15 billones.
- Proyectamos que los ingresos del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2024 serán inferiores en \$32 billones (1,8% del PIB) a los presupuestados en el Plan Financiero. El 71% de este faltante es el efecto del bajo crecimiento económico sobre el recaudo de impuestos, mientras que el otro 29% representa los ingresos no recibidos por litigios.
- El esfuerzo del gobierno por recortar su gasto de funcionamiento e inversión en \$20 billones es una señal positiva de responsabilidad fiscal que fue bien recibida por el mercado de deuda pública. Sin embargo, en ausencia de ajustes adicionales, el déficit fiscal de este año ascendería a 5,9% del PIB.
- Para cumplir el déficit permitido por la Regla Fiscal en 2024, de 5,3% del PIB, anticipamos que el gobierno tendrá que reducir su presupuesto en otros \$12,3 billones (0,6% del PIB). Ahora bien, la Regla Fiscal podría ser más exigente de lo previsto en el Plan Financiero, debido a que el ciclo económico y el ciclo petrolero han sorprendido al alza, lo que haría aún más difícil cumplirla.
- Más allá de las reducciones del gasto, la estrategia de ajuste fiscal debe tener como un eje fundamental la pronta reactivación económica; los ingresos fiscales se recuperarán en la medida lo haga el aparato productivo.

Caída de los ingresos exige un ajuste fiscal inédito

El Ministerio de Hacienda presentará mañana el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), en el cual se actualizarán los supuestos macroeconómicos y las proyecciones de ingresos y gastos del gobierno para la próxima década (2024-2034), así como la estrategia de financiación del déficit fiscal de este y el próximo año. Este documento es clave para la confianza en el manejo de las finanzas públicas, especialmente ante el deterioro en las cuentas fiscales (ver “Situación fiscal de Colombia: riesgos en aumento” en [Informe Semanal – Mayo 20 de 2024](#)).

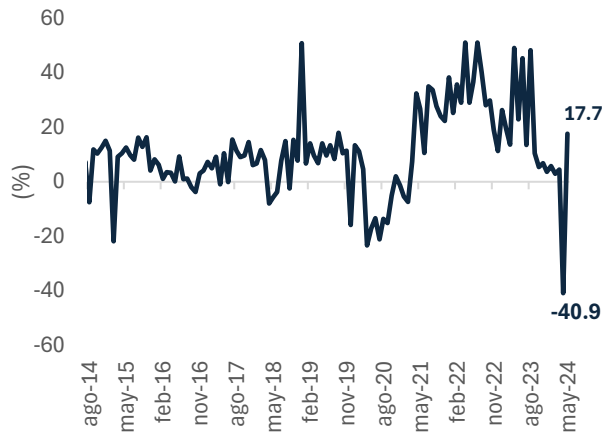
Para cumplir el déficit permitido por la Regla Fiscal en 2024, de 5,3% del PIB, estimamos que el MFMP debe hacer explícito un recorte del gasto adicional mayor a los \$20 billones (1,0% del PIB) que anunció recientemente el Ministerio de Hacienda. El recaudo tributario hasta mayo acumulaba una caída anual de 4,4%, y se alejaba de la meta oficial de crecimiento de 10,3% (Gráfico 1). A esto se suma la no materialización de los ingresos esperados por arbitramento de litigios. Al respecto, el gobierno dijo que por ese concepto recibirá menos de \$3,3 billones, en vez de los \$10,4 billones presupuestados en el Plan Financiero. Por otro lado, vale la pena señalar que el impacto fiscal de la sentencia de la Corte Constitucional sobre la no deducibilidad de las regalías –que implica que el gobierno dejará de recibir \$6,7 billones

13 de junio de 2024

este año-, ya estaba incorporado en las cuentas del Plan Financiero, por lo que no representa un faltante adicional ahora.

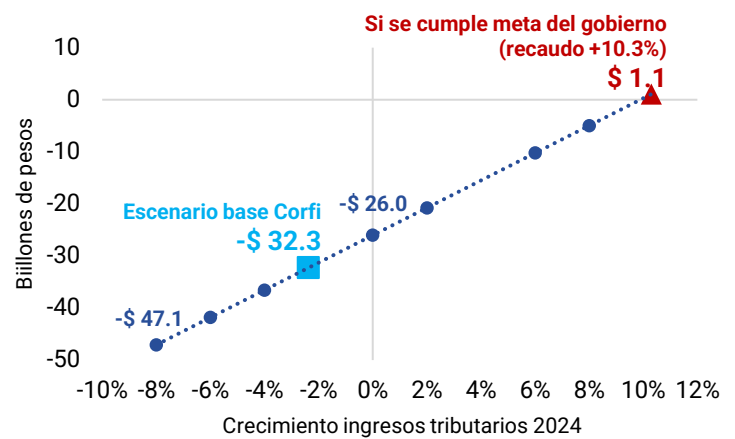
Lo cierto es que, en los primeros cinco meses del año, el faltante fiscal ascendía a \$15 billones, según lo advirtió la semana pasada el Ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla. Teniendo en cuenta la tendencia negativa reciente, es probable que el recaudo tenga un crecimiento nominal negativo en 2024; incluso si se mantuviera en el mismo nivel de 2023 (crecimiento nominal nulo), el faltante fiscal ascendería a \$26 billones de pesos, o 1,4% el PIB (Gráfico 2). Basados en nuestro pronóstico de crecimiento económico para este año (1,3%), estimamos que el recaudo tributario, excluyendo los efectos del arbitramento de litigios y de la sentencia de la Corte Constitucional sobre la no deducibilidad de regalías, caerá entre 2,4% y 12,9%, en términos nominales (Gráfico 3). Adoptando el escenario optimista, **el faltante fiscal de este año ascendería a \$32,3 billones, o 1,8% del PIB**. En la Tabla 1 presentamos las diferencias entre nuestra estimación del balance fiscal para 2024 y la del Plan Financiero.

Gráfico 1. Recaudo de impuestos de la DIAN. Variación anual



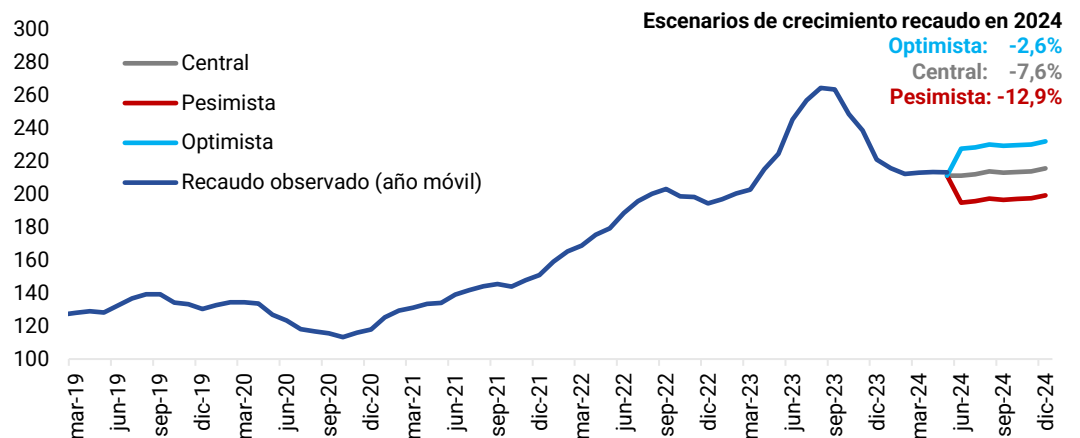
Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 2. Diferencial fiscal* en función del crecimiento del recaudo en 2024



*Diferencial fiscal = recaudo efectivo – recaudo presupuestado
Cálculos propios

Gráfico 3. Recaudo tributario observado y escenarios de proyección (índice: dic-19 = 100)



Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana

13 de junio de 2024

Tabla 1. Estimación del Balance del Gobierno Nacional Central en 2024 (GNC)
(% del PIB)

	Plan Financiero	Corficolombiana	Diferencia
Ingresos	18,5	16,8	-1,8
Tributarios	16,8	15,0	-1,8
Distintos al arbitramento de litigios	16,2	15,0	-1,2
Arbitramento litigios	0,6	0,1	-0,5
No tributarios	0,1	0,1	0,0
Fondos especiales	0,2	0,2	0,0
Ingresos de capital	1,4	1,4	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0
Gastos	23,7	22,7	-1,0
Intereses	4,3	4,4	0,0
Gasto primario	19,3	18,3	-1,0
FEPC	1,2	1,2	0,0
Balance total	-5,3	-5,9	-0,6
Balance primario	-0,9	-1,5	-0,6

Fuente: MinHacienda. Cálculos Corficolombiana.

*Estos supuestos mantienen los escenarios macroeconómicos de PF.

Nuestras estimaciones indican que el efecto del bajo crecimiento económico sobre el recaudo de impuestos explica más del 70% del hueco fiscal de este año, mientras que los ingresos no recibidos por arbitramento de litigios explican el porcentaje restante.

Esfuerzo de ajuste es positivo, pero se requieren medidas adicionales

El recorte de \$20 billones en el gasto en funcionamiento e inversión anunciado por el gobierno es una señal positiva de responsabilidad fiscal que fue bien recibida por el mercado de deuda pública, como se evidenció con las valorizaciones de los TES luego del anuncio del ministerio de Hacienda. Sin embargo, **en ausencia de ajustes adicionales, el déficit fiscal de este año ascendería a 5,9% del PIB, de manera que el gobierno tendría que reducir su presupuesto en otros \$12,3 billones (0,6% del PIB) para dar cumplimiento a la Regla Fiscal (Tabla 1).**

Ahora bien, el espacio fiscal que permite la Regla este año podría ser más reducido de lo previsto en el Plan Financiero, debido a que el ciclo económico y el ciclo petrolero han sorprendido al alza, lo cual haría aún más difícil cumplirla. Parte del ajuste del gasto podría no ser explícito, a través de una menor ejecución del Presupuesto General de Nación (PGN), como sucedió en 2023, cuando se dejaron de ejecutar \$7,1 billones. Vale la pena recordar que la Regla Fiscal se estableció en la Ley 1473 de 2011, modificada por el artículo 60 de la Ley 2155 de 2021 (reforma tributaria), e incumplirla no sólo debilitaría la credibilidad en el manejo de las finanzas públicas, sino que acarrearía sanciones disciplinarias para los funcionarios responsables. Además, obligaría al gobierno a buscar financiación para el déficit adicional, con consecuencias adversas sobre la prima de riesgo y las tasas de interés de la deuda pública.

Más allá de las reducciones del gasto, la estrategia de ajuste fiscal a mediano plazo debe tener como un eje fundamental la pronta reactivación económica; los ingresos fiscales se recuperarán en la medida lo haga el aparato productivo. La articulación público-privada y la generación de confianza para la inversión en sectores estratégicos son claves para mejorar las perspectivas de la economía y, por consiguiente, las cuentas fiscales.

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Manuel Bernal

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

Manuel.bernal@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Nicolás Cruz

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787

nicolas.cruz@corfi.com

Dino Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787

dino.cordoba@corfi.com

13 de junio de 2024

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.