

17 de junio de 2024

Marco Fiscal de Mediano Plazo: al límite de la regla en 2024 y grandes sombras en 2025

Autores:

Julio Romero A.

 Economista Jefe
julio.romero@corfi.com
Felipe Espitia

 Analista Senior Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com
César Pabón Camacho

 Director Ejecutivo
 Investigaciones Económicas
cesar.pabon@corfi.com

- El balance del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado la semana pasada es agrí dulce. Lo positivo es que sincera las cuentas y ratifica el compromiso de dar cumplimiento a la regla fiscal, el cual no está garantizado y dependerá de la reactivación del recaudo en los próximos meses. Preocupa que las proyecciones para 2025 y el mediano plazo muestren un deterioro, evidenciando la falta de un ajuste estructural y los desafíos para asegurar la sostenibilidad fiscal del país.
- El gobierno cumpliría la regla fiscal en 2024 gracias a un recorte del gasto primario de \$31,6 billones (1,7% del PIB) respecto al previsto en el Plan Financiero, el cual reconoce la fuerte caída en el recaudo y los menores ingresos por litigios. El ajuste terminó siendo mayor a los \$20 billones que anunció el Ministerio de Hacienda y estuvo en línea con nuestras estimaciones (ver "Expectativa del Marco Fiscal de Mediano Plazo: el ajuste fiscal también pasa por la reactivación económica" en [Informe Especial – Junio 13 de 2024](#)).
- Respecto al presupuesto originalmente aprobado para 2024, el gasto excluyendo intereses de la deuda y pagos al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) disminuyó en \$46,3 billones (2,7% del PIB). Un ajuste de esta magnitud es una señal positiva de responsabilidad fiscal por parte del gobierno, lo cual generó una reacción positiva del mercado de TES al final de la jornada del viernes.
- El déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) permitido por la Regla Fiscal para 2024 se elevó a 5,6% del PIB, desde el 5,3% del PIB previsto en el Plan Financiero. Aunque el gobierno recortó su gasto primario en un monto equivalente al hueco en los ingresos (\$31 billones o 1,7% del PIB), el pago de intereses de la deuda en 2024 subió a \$79,8 billones (4,6% del PIB), es decir, \$4,8 billones (0,3% del PIB) más de lo previsto en el Plan Financiero.
- La estrategia de financiamiento en 2024 aumenta los desembolsos internos en \$10,2 billones, de los cuales \$7,2 billones son para pagar a Ecopetrol parte del déficit del FEPC y \$3,0 billones serán emisiones de TES en el mercado primario. Así, las subastas en 2024 aumentan de \$37 a \$40 billones, incluyendo una emisión de TES verdes por \$1 billón.
- Para 2025, el gobierno propondrá una modificación a la Ley de Regla Fiscal que amplía el déficit permitido desde 3,7% del PIB –según el ajuste transitorio en la Regla– a 5,1% del PIB, resultante de aplicar el Balance Primario Neto Estructural (BPNE) ajustado por el ciclo económico y el ciclo petrolero, más los intereses de la deuda. Respecto al Marco Fiscal de hace un año, el déficit a financiar en 2025 aumenta en \$27,5 billones (1,5% del PIB), dejando pendiente la tarea de ajuste estructural en las finanzas públicas.

Balance fiscal en 2024: cumpliendo al límite la regla fiscal

El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado la semana pasada deja un balance agrí dulce. Lo positivo es el sinceramiento en las cuentas y el compromiso de cumplir con la regla fiscal en 2024, a pesar de que aumentó el déficit permitido del Gobierno Nacional Central (GNC) de 5,3% a 5,6% del PIB. No obstante, **el cumplimiento de la regla aún no está garantizado y dependerá de la reactivación del recaudo tributario en el segundo semestre del año y de ajustes adicionales en el gasto que todavía no se han presentado en detalle.**

El gobierno proyecta que el crecimiento del PIB será de 1,7% en 2024 y de 3,0% a partir de 2025, mientras que la inflación cerrará este año en 5,3% y convergerá a 3,0% desde el próximo año (Tabla 1). Las cifras de 2024 parecen razonables, pero los supuestos para los siguientes años estarían subestimando la senda de deuda pública a mediano plazo.

Tabla 1. Escenario macroeconómico para 2024 y 2025

Variable	2024		2025	
	PF 2024	MFMP 2024	MFMP 2023	MFMP 2024
PIB real (crecimiento, %)	1,5	1,7	3,0	3,0
PIB nominal (crecimiento, %)	6,2	7,1	6,1	5,7
Inflación (fin de periodo, %)	6,0	5,3	3,0	3,2
Tasa de cambio promedio (USD/COP)	4,317	3,997	4,699	4,179
Precio del petróleo promedio (Brent, USD/Barril)	78	83	72	80
Producción de petróleo (KBPD)	749	745	793	763
Importaciones (USD, Crecimiento %)	0,2	-0,6	3,2	2,5
Balance de Cuenta Corriente (% PIB)	-2,5	-2,6	-3,3	-2,5

Fuente: Ministerio de Hacienda, PF: Plan Financiero, MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo

La regla fiscal se cumpliría en 2024 gracias a un recorte del gasto primario de \$31,6 billones (1,7% del PIB) respecto al previsto en el Plan Financiero, el cual reconoce la fuerte caída en el recaudo y los menores ingresos por litigios. **El ajuste terminó siendo mayor a los \$20 billones que anunció el Ministerio de Hacienda y estuvo en línea con nuestras estimaciones. Sin embargo, estas cuentas dependen en buena medida de que el recaudo de impuestos cambie la tendencia negativa reciente, para lo cual será clave la reactivación de la actividad económica** (ver "Expectativa del Marco Fiscal de Mediano Plazo: el ajuste fiscal también pasa por la reactivación económica" en [Informe Especial – Junio 13 de 2024](#)). Entre enero y mayo los ingresos tributarios cayeron 4,4% anual, mientras que el MFMP proyecta que la caída para todo el año sea de 1,7%. Lo anterior implica que el recaudo debería aumentar 0,2% anual entre junio y diciembre para que se cumpla la meta de ingresos del gobierno.

El recorte del gasto de este año anunciado por el Ministerio de Hacienda se compone de: i) un ajuste explícito de \$20 billones en el gasto primario –aprobado por el Consejo de Ministros la semana pasada– de los cuales \$11 billones son de funcionamiento y \$9 billones de inversión; y ii) un recorte adicional de \$11,6 billones que esperamos se materialice mediante una subejecución presupuestal al final del año. Respecto al presupuesto originalmente aprobado para 2024, el gasto excluyendo intereses de la deuda y pagos al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) disminuyó en \$46,3 billones (2,7% del PIB) (Tabla 2). Un ajuste de esta magnitud es una señal positiva de responsabilidad fiscal por parte del gobierno, lo cual generó una reacción positiva del mercado de TES al final de la jornada del viernes.

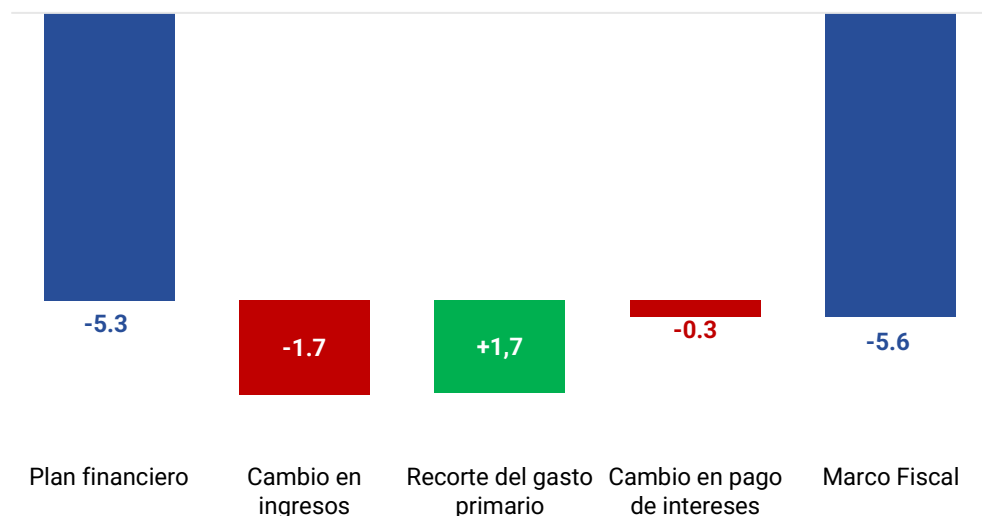
De esta forma, el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) permitido por la Regla Fiscal en 2024 se elevó a 5,6% del PIB, desde el 5,3% del PIB previsto en el Plan Financiero. Aunque el gobierno recortó su gasto primario en un monto equivalente al hueco en los ingresos (\$31 billones o 1,7% del PIB), el pago de intereses de la deuda en 2024 subió a \$79,8 billones (4,6% del PIB), es decir, \$4,8 billones (0,3% del PIB) más de lo previsto en el Plan Financiero (Tabla 2). **La estrategia de financiamiento en 2024 aumenta los desembolsos internos en \$10,2 billones, de los cuales \$7,2 billones son para pagar a Ecopetrol parte del déficit del FEPC y \$3,0 billones serán emisiones de TES en el mercado primario.** Así, las subastas en 2024 aumentan de \$37 a \$40 billones, incluyendo una emisión de TES verdes por \$1 billón (Tabla 3).

17 de junio de 2024

Tabla 2. Balance del GNC en 2024, cifras en billones de pesos

	MFMP 2024 (1)	PF 2024 (2)	MFMP 2023 (3)	(1)-(2)	(1)-(3)
Ingreso total	288,7	320,3	347,6	-31,6	-58,9
Tributarios	258,6	290,3	315,9	-31,7	-57,3
No tributarios	1,2	1,3	1,5	-0,1	-0,3
Fondos especiales	4,1	3,9	3,8	0,2	0,3
Recursos de capital	24,8	24,9	26,4	-0,1	-1,6
Rendimientos financieros	0,0	0,0	1,5	0,0	-1,5
Excedentes financieros	24,8	24,9	24,9	-0,1	-0,1
De los cuales, Ecopetrol	11,4	11,3	11,3	0,0	0,0
De los cuales, BanRep	9,2	9,2	9,7	0,0	-0,5
Resto	4,2	4,3	3,9	-0,1	0,3
Otros recursos de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gasto total	383,7	409,7	424,4	-26,0	-40,7
Intereses	79,8	75,0	76,9	4,8	2,9
Intereses deuda externa	17,3	18,0	20,3	-0,7	-3,0
Intereses deuda interna	50,3	44,0	43,7	6,3	6,6
Indexación TES B (UVR)	15,6	13,0	12,8	2,6	2,8
Gasto primario	303,9	334,7	347,5	-30,8	-43,6
FEPC	20,5	20,5	17,8	0,0	2,7
Gasto primario sin FEPC	283,4	314,2	329,7	-30,8	-46,3
Balance primario	-15,2	-14,3	0,2	-0,8	-15,3
Balance total	-94,9	-89,3	-76,7	-5,6	-18,2

Fuente: Ministerio de Hacienda, MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo, PF: Plan Financiero

Gráfico 1. Balance del GNC permitido por la regla fiscal en 2024


Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana.

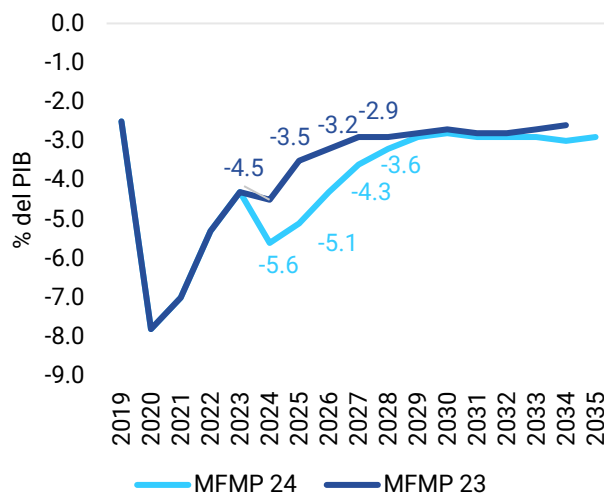
17 de junio de 2024

Cuentas fiscales de 2025: más luces que sombras

Para 2025, el gobierno propondrá una modificación a la Ley de Regla Fiscal que amplía el déficit permitido desde 3,7% del PIB –según el ajuste transitorio contemplado por la reforma a la regla en 2021– a 5,1% del PIB, resultante de aplicar el Balance Primario Neto Estructural (BPNE) ajustado por el ciclo económico y el ciclo petrolero, más los intereses de la deuda. **Respecto al Marco Fiscal de hace un año, el déficit a financiar en 2025 aumenta en \$27,5 billones (1,5% del PIB), dejando pendiente la tarea de ajuste estructural en las finanzas públicas.** Vale la pena recordar que esta transición se estableció en 2021 para que el déficit permitido por la regla fiscal en el periodo 2022-2025 generara una reducción de la deuda del GNC al ancla de 55% del PIB. Dado que este nivel de deuda ya se logró, el gobierno argumenta que no es necesario aplicar la transición a partir de 2025 y solicitará al Congreso anticipar para ese año la entrada del cálculo paramétrico del déficit permitido por la regla. En todo caso, el aumento del déficit fiscal en 2025 no es una buena noticia (Gráficos 2 y 3).

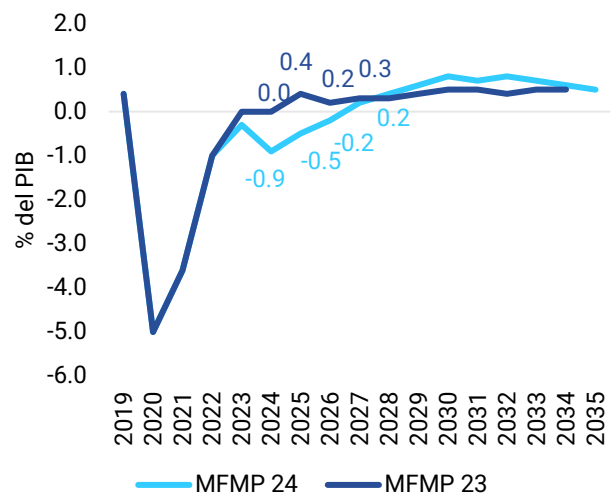
La estrategia de financiamiento en 2025 contempla: i) desembolsos internos de \$60,3 billones, de los cuales \$45 serán con subastas (incluyendo una emisión de TES verdes por \$1,5 billones) y \$13,8 billones mediante colaciones directas (\$6 billones por operaciones convenidas y forzadas); y ii) desembolsos externos por US\$9,000 millones, de los cuales la mitad será con entidades multilaterales (Tabla 4). Por último, el Ministerio realizará de forma explícita operaciones de canje de deuda con el mercado, enfocado en los TES en UVR que vencen en mayo de 2025 que actualmente tienen un valor nominal cercano a los \$16 billones.

Gráfico 2. Balance fiscal total, % del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 3. Balance fiscal primario, % del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda

17 de junio de 2024

Tabla 3. Fuente y Usos vigencia 2024, cifras en billones de pesos

Fuentes	PF 2024	MFMP 2024	PF 2024 131,1	MFMP 24 143,2
Desembolsos			75,8	87,3
Externos	USD 5500 mill	USD 5700 mill	22,3	23,6
Internos			53,4	63,7
Operaciones de tesorería			7,7	8,2
Ajustes por causación y otros recursos			25,9	26,1
Disponibilidad final			21,5	21,5
Usos	PF2024 131,1	MFMP2024 143,2		
Déficit a financiar	89,3	94,9		
De los cuales:				
Intereses internos	56,9	62,4		
Intereses externos	18,0	17,3		
Amortizaciones	30,3	24,5		
Externas	18,9			
Internas	11,3			
Pago Obligaciones (Sentencias, salud, otros)	0,8	1,8		
Pago Obligaciones con Servicio Deuda	2,8			
Disponibilidad final	7,8	21,8		

Fuente: Ministerio de Hacienda, MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo, PF: Plan Financiero

17 de junio de 2024

Tabla 4. Fuente y Usos vigencia 2025, cifras en billones de pesos

Fuentes		MFMP 24
		147,308
Desembolsos		98,212
Externos	USD 9,000 mill	37,962
Internos		60,250
Operaciones de tesorería		4,434
Ajustes por causación y otros recursos		22,781
Disponibilidad final		21,880
Usos		MFMP 24
		147,308
Déficit a financiar		91,487
De los cuales:		
Intereses internos		63,179
Intereses externos	USD 4746 mill	19,834
Amortizaciones		48,647
Externas		21,773
Internas		26,874
Pago Obligaciones (Sentencias, salud, otros)		1,250
Disponibilidad final		5,925

Fuente: Ministerio de Hacienda, MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo, PF: Plan Financiero

17 de junio de 2024

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 Análisis Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

daniel.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 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Dino Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

dino.cordoba@corfi.com

17 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.