

Reporte especial

Sobre la sostenibilidad fiscal: Análisis del Plan Financiero 2025

**Héctor Wilson Tovar**

Gerente
wtovar@accivalores.com

María Alejandra Martínez

Directora
maria.martinez@accivalores.com

Laura Sophia Fajardo Rojas

Analista de divisas
laura.fajardo@accivalores.com

Diana Valentina Gonzalez Santos

Analista de renta fija
diana.gonzalezs@accivalores.com

Jahnisi Arley Cáceres

Analista de renta variable
jahnisi.caceres@accivalores.com

Maria Lorena Moreno

Practicante
maria.moreno@accivalores.com



[@accionesyvaloressa](#)



[@accivaloressa](#)



[Acciones y Valores](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

Resumen del Plan Financiero 2025

MinHacienda presentó el Plan Financiero 2025 (PF-25), destacando que el déficit fiscal de 2024 alcanzó el 6.8% del PIB, por encima del 5.6% estimado en junio, debido a menores ingresos y mayores gastos. Para cumplir con la Regla Fiscal, el Gobierno incluyó \$32 billones (bn) en Transacciones de Única Vez (TUV), justificando la medida ante una caída atípica del recaudo de \$18.5 bn y la eliminación de la deducibilidad de regalías (\$2.3 bn). El financiamiento interno subió en \$10 bn, con emisiones de TES a entidades públicas sin pasar por subastas.

Para 2025, el déficit fiscal se proyecta en 5.1% del PIB, en línea con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP-24) pero superior al 4.7% estimado en el Presupuesto General de la Nación (PGN-25).

En términos macroeconómicos, Minhacienda ajustó el crecimiento del PIB de 3.0% a 2.6% y la inflación de 3.2% a 3.6%. Además, elevó la proyección de la tasa de cambio a \$4.360 y redujo el precio del Brent a US\$74.3 por barril. La deuda neta del Gobierno Nacional Central subió al 60.0% del PIB en 2024, superando la estimación del 55.3%, y se espera que aumente al 60.6% en 2025, en lugar de disminuir.

El panorama fiscal para 2025 enfrenta desafíos significativos, con un déficit elevado, menor crecimiento económico y una mayor dependencia del financiamiento interno. Aunque el Gobierno busca estabilizar las cuentas, el incremento de la deuda y la caída en el recaudo reflejan vulnerabilidades que podrían afectar la confianza de los inversionistas, requiriendo una gestión prudente del gasto y una estrategia fiscal más sostenible.

Nuestro análisis

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

Desde lo positivo, destacamos la confianza del Gobierno al afirmar el cumplimiento de la regla fiscal en 2024, a pesar de un recaudo inferior a las proyecciones. La postergación del gasto por \$28.4 bn ayudó a este objetivo; aunque, el principal factor radicó en la inclusión de TUV.

Adicional, consideramos que la reprogramación del gasto de \$12 bn para 2025 es consistente con la caída de la Ley de Financiamiento, lo que garantiza que el presupuesto de dicho año no inicie desfinanciado.

En términos de proyecciones macroeconómicas, se han realizado ajustes clave que otorgan un mayor margen de maniobra para 2025. En particular, la estimación de crecimiento real del PIB se ha revisado a la baja desde 3.0% hasta 2.6%, mientras que la inflación anual proyectada aumentó de 3.2% a 3.6%. Adicionalmente, la estimación de la tasa de cambio pasó de \$4,179 a \$4,360 por dólar, mientras que la proyección del precio del barril de petróleo Brent se redujo de US\$80 a US\$74.3.

Estimaciones económicas para 2025

	MFMP-24	Ley PGN - 25	PF-25	ACVA
PIB real(var anual)	3.00	3.00	2.60	3.00
Inflación(fin de periodo, var anual)	3.20	3.20	3.60	4.07
TRM promedio(COP/USD)	4,179	4,179	4,360	4,233
Precio del Petróleo Brent(USD/barril)	80.00	80.00	74.30	74.00
Déficit en cuenta corriente Balanza de pagos (% del PIB)	- 2.50	- 2.50	- 2.00	- 3.50

Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

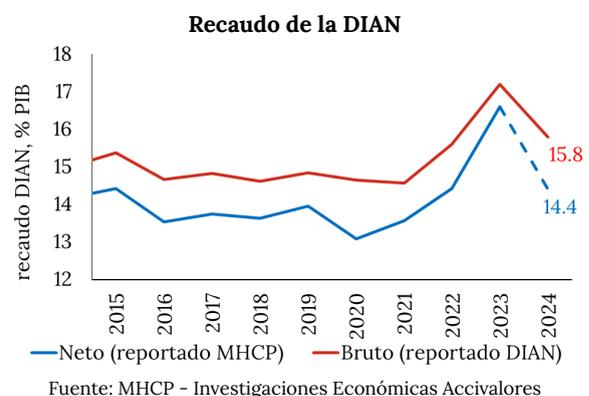
Dentro de lo negativo, el escenario fiscal de 2025 luce más retador, por varias razones. A continuación, hablaremos de ellas.

1) Un problema más de recaudo que de gasto

Creemos que parte del problema fiscal en 2024 no radicó en un incremento desbordado del gasto, sino en una caída significativa en los

ingresos. De hecho, el gasto primario cayó en 0.2 puntos del PIB entre 2023 y 2024 (de 19.2% a 19.0%). Sin embargo, la magnitud de la caída de los ingresos tributarios fue mucho mayor, de 2.3 puntos del PIB. Como consecuencia, el déficit total incrementó.

Por ello, MinHacienda redujo su estimación de recaudo tributario neto para 2025 de \$316.5 bn (PGN-25) a \$299.9 bn. Sin embargo, la cifra sigue por encima de lo proyectado en el MFMP-24, por lo que cualquier eventualidad, como un menor crecimiento económico, puede volver a repetir una situación similar a la del 2024.



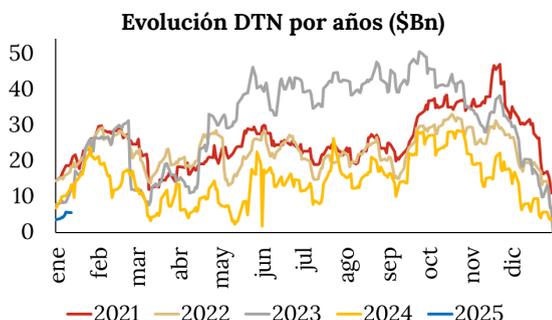
Además, en materia de recaudo, nos preocupa el optimismo del Gobierno respecto al incremento en los ingresos por una mejor gestión de la DIAN, estimado en \$14.6 bn. De hecho, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) proyecta que este rubro podría ser sólo \$6 bn.

2) Caja podría llevar a mayor deuda

Los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) continúan siendo un indicador clave de la dinámica fiscal y de liquidez del Gobierno. Al 24 de enero de 2025, los DTN se situaron en \$14.8 bn, reflejando una contracción anual del 29.7%, aunque con una recuperación significativa desde los \$7.03 bn registrados la semana anterior. No obstante, el saldo al cierre de 2024 marcó un mínimo histórico desde 2012, ubicándose en

\$3.62 bn, lo que representó una reducción del 46.9% respecto a los \$6.82 bn de 2023.

La disminución sostenida de los DTN obedece a una erosión estructural en el recaudo tributario, lo que obligó al Gobierno a implementar un aplazamiento presupuestario de \$20 bn, posteriormente convertido en un recorte efectivo, al que se sumaron ajustes adicionales por \$8.4 bn y un estricto control de caja. Ante este escenario, en 2024, se incrementó el financiamiento interno mediante un alza en las emisiones de TES a través de entidades públicas, sin recurrir a subastas, elevando el cupo de colocaciones de \$63.70 bn (MFMP-24) a \$73.70 bn (PF-25), que implicó una emisión extraordinaria de \$10 bn en deuda interna.



Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

Para 2025, el cupo de colocaciones de TES aumentó de \$60.25 a \$68.8 bn, mientras que la meta de subastas de TES se mantiene en \$45 bn, excluyendo la emisión de TES verdes, estimada en \$1.5 bn para el año fiscal. No obstante, si las presiones de caja persisten, es probable que el Gobierno recurra nuevamente a la colocación de TES mediante entidades públicas, evitando el procedimiento habitual de subastas.

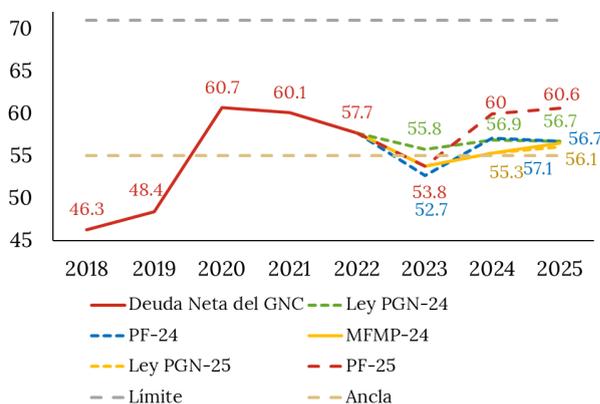
3) Deuda neta y déficit fiscal al alza

Vemos preocupante que el déficit fiscal primario de Colombia en 2024 se proyecta en -2.4% del PIB, significativamente superior al -0.9% estimado en junio, evidenciando un deterioro fiscal respecto a años anteriores, cuando se situó en -0.3% en 2023 y -1.0% en 2022. Adicionalmente, el MinHacienda incrementó la

proyección del déficit fiscal primario para 2025, pasando de 0.1% a 0.2% del PIB, lo que sugiere una menor consolidación fiscal de la prevista inicialmente.

Otro factor de preocupación es el incremento en las expectativas de deuda neta del Gobierno Nacional Central (GNC). Según cifras preliminares, esta alcanzó el 60.0% del PIB en 2024, superando ampliamente la previsión del 55.3% establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP-24) y aumentando desde el 53.8% registrado en 2023. A diferencia de las proyecciones anteriores, en las que se esperaba una reducción de la deuda para 2025, ahora se prevé un incremento hasta el 60.6% del PIB.

Pronósticos Deuda Neta GNC



Fuente: MHCP - Investigaciones Económicas Accivalores

Este desajuste refleja una sobreestimación de los supuestos fiscales en el MFMP-24 y la actualización del PF-24, lo que llevó a que tanto la deuda como el déficit fiscal superaran las previsiones de hace un año de manera significativa. De hecho, el déficit fiscal total en 2024 se situó en 6.8% del PIB, por encima del 5.6% estimado en junio. Este resultado marca el primer deterioro en el balance fiscal desde 2020, cuando el déficit alcanzó casi 8% del PIB debido a los efectos de la pandemia, interrumpiendo tres años consecutivos de ajuste fiscal. Para 2025, la proyección de déficit fiscal también fue revisada al alza, pasando de 4.7% del PIB previsto en el PGN-25 a 5.1%. Nos preocupa

la volatilidad en las proyecciones fiscales y la falta de consolidación de las cuentas.

4) Incertidumbre y regla fiscal

El MinHacienda sostiene que ha cumplido con la Regla Fiscal en 2024, basándose en la aprobación del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) de \$32 bn en TUV, lo que permitió ampliar el déficit fiscal sin afectar la meta del balance primario neto estructural. La principal TUV en 2024 fue la caída no anticipada del recaudo tributario por \$25.8 bn. Además, se incluyeron \$1.9 bn por la emergencia invernal y \$2.3 bn por la caída de la no deducibilidad de regalías en la Corte Constitucional.

Sin embargo, hay cierta incertidumbre en el panorama, pues la Ley 2155 de 2021 establece que las TUV no deben incluir componentes volátiles de ingresos y gastos fiscales. En este sentido, el CARF podría objetar que la caída atípica del recaudo tributario en 2024, considerada por MinHacienda como TUV, no cumple con dicha definición legal. Esto abriría la puerta a cuestionamientos sobre el cumplimiento de la Regla Fiscal. Ante esto, en la actualización del PF-25 el Gobierno dio a entender que los movimientos de 2024 no entran dentro de la “volatilidad” típica, por lo cual deberían ser aceptados.

Cabe resaltar que la Ley favorece la visión del Ejecutivo sobre la Regla Fiscal, ya que el Confis define los componentes excluidos del balance primario neto estructural, incluidas las TUV. Además, la Ley establece que los pronunciamientos del CARF no son vinculantes.

Más allá de la resolución de 2024, genera preocupación el significativo desbalance fiscal y la necesidad de ajustes atípicos para cumplir con la regla fiscal, lo que podría afectar la percepción de los mercados y organismos internacionales.

Conclusiones

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

En enero, S&P Global Ratings decidió mantener la calificación soberana de Colombia en BB+ con perspectiva negativa, desestimando por ahora una rebaja que el mercado anticipaba. Sin embargo, advirtió que si el Gobierno no logra reducir el déficit fiscal en los próximos 12 meses, la calificación podría ser degradada. En especial, señaló que un aumento de la deuda pública neta por encima del 60% del PIB, derivado de déficits persistentes, sería un factor clave para una posible rebaja. Además, tanto Moody's como Fitch consideran vital mantener una deuda relativamente estable en términos del PIB.

Cabe destacar que, en el escenario más adverso, el incumplimiento de la Regla Fiscal aumentaría significativamente el riesgo de futuras rebajas en la calificación crediticia de Colombia, lo que impactaría negativamente los rendimientos de los bonos soberanos al elevar la percepción de riesgo por parte de los inversionistas.

En un entorno económico y financiero marcado por alta volatilidad, factores externos como las decisiones de política monetaria de economías desarrolladas y la postura del Banco de la República serán determinantes para la evolución de los mercados internos en los próximos meses. Ante este panorama, el Gobierno deberá priorizar la sostenibilidad fiscal mediante una reestructuración del gasto público, ajustándolo a su promedio histórico, al tiempo que fortalece fuentes de ingresos estructurales y recurrentes, evitando depender de las TUV.

Asimismo, será crucial brindar mayor claridad sobre la eventual presentación de una nueva reforma tributaria, evaluando su pertinencia en un contexto de desaceleración económica y considerando sus implicaciones en el crecimiento y la confianza del mercado.

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. © 2025 Acciones & Valores S.A.