

**FEBRERO  
23 DE 2026**

No. 1692

## **EQUIPO DE INVESTIGACIONES**

### **Presidente**

José Ignacio López

### **Vicepresidente**

Luz Magdalena Salas

### **Jefe de estudios macroeconómicos**

Valentina Guio

### **Jefe de estudios sectoriales**

Fabián Suárez

### **Investigadores**

María Carolina Gutiérrez

María Paula Campos

Thomas Martínez

Daniel Aguilar

Luis Felipe González

Nicole Torres

ISSN 1794-2616

**CON EL APOYO DE:**



## **Ajustes financieros en medio de desequilibrios persistentes**

- El panorama fiscal del 2025 fue fuente de incertidumbre. Si bien el déficit fiscal fue menor al que se esperaba, el déficit primario sigue en máximos.
- El déficit fiscal habría cerrado por debajo de lo esperado en el MFMP 2025 por los menores intereses de deuda derivados de varias Operaciones de Manejo de Deuda.
- Si bien dichas operaciones realizadas constituyeron una herramienta para reducir la carga contable de interés, han sido un paliativo temporal para un problema estructural fiscal.
- Preocupa que el menor pago de intereses por efecto contable le liberó espacio al Gobierno para tener un mayor gasto primario, lo que aleja al país de una senda fiscal sostenible.

## **INTRODUCCIÓN**

El año 2025 estuvo atravesado por tensiones fiscales que mantuvieron en vilo a la economía colombiana. Si bien los ingresos tributarios repuntaron frente al año anterior, nuevamente estuvieron alejados de las metas de recaudo, al tiempo que el gasto continuó presionando las cuentas públicas. Este entorno derivó en decisiones excepcionales sobre la regla fiscal, generando cuestionamientos acerca de la sostenibilidad y coherencia del manejo presupuestal.

A pesar de ello, el déficit fiscal terminó siendo menor al inicialmente proyectado. No obstante, esta mejora respondió principalmente a las Operaciones de Manejo de Deuda, que redujeron pagos por intereses y el saldo nominal de las obligaciones mediante ajustes financieros y contables. Más que un ajuste de fondo se trató de un alivio transitorio que otorgó espacio adicional en el frente fiscal durante la vigencia.

De cara a 2026, el panorama sugiere una nueva reducción del déficit total impulsada nuevamente por menores intereses, mientras el balance primario se deterioraría frente a lo previsto en el MFMP 2025. Más allá de las mejores cifras en materia de déficit

fiscal, el reto estructural persiste en términos del balance de las finanzas públicas.

## CIERRE FISCAL EN 2025

El panorama fiscal durante 2025 fue uno de los factores de mayor incertidumbre para la economía colombiana. Estuvo marcado por unos ingresos tributarios que, si bien mostraron una mejor dinámica que en 2024, se mantuvieron por debajo de las metas oficiales, situación que se ha reiterado en los últimos años y que ha limitado la capacidad del Gobierno para financiar adecuadamente sus obligaciones. A esto se le suma la marcada inflexibilidad del gasto que ha generado presiones adicionales sobre las finanzas públicas. Esta combinación llevó a que se activara la cláusula de escape de la regla fiscal en ausencia de un evento adverso macroeconómico, generando dudas sobre el manejo responsable y creíble de las finanzas públicas.

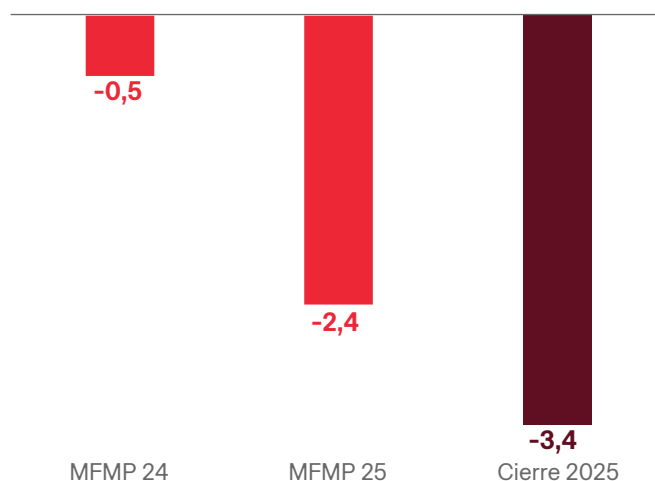
Particularmente, el recaudo tributario bruto en 2025 fue \$295,4 billones, \$10 billones por debajo de la meta establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2025 (\$305,5 billones). Los impuestos que más aportaron al recaudo del año 2025 fueron retención renta (35,0%), ventas (21,7%), aduanas (17,1%) y renta (11,4%). Respecto al recaudo neto, este fue \$271,2 billones, como esperábamos desde ANIF, ubicándose \$9,1 billones por debajo de la meta (\$280,3 billones).

En cuanto al gasto, el Gobierno ejecutó el 87,8% del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2025, por encima de la ejecución observada en 2024 (83,1% del PGN 2024). El rubro de inversión evidenció la menor ejecución con el 64,2% frente a funcionamiento y servicio de la deuda que presentaron una ejecución del 91,9% y 92,8%, respectivamente. No obstante, el rezago presupuestal causado en 2025, el cual se deberá pagar en 2026, fue de \$48,9 billones, lo que generará presiones adicionales de gasto durante el año.

De acuerdo con cifras fiscales del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) al cierre de 2025, el gasto primario del

Gobierno Nacional Central (GNC) fue 20% del PIB, 1,1 puntos porcentuales por encima del gasto primario observado en 2024 y 0,8 puntos porcentuales por encima de lo que esperábamos desde ANIF. Este incremento resulta preocupante, pues refleja un gasto público elevado en un entorno en el que las rigideces del presupuesto demandan reformas estructurales. En este contexto, de acuerdo con el CARF, el balance primario habría sido -3,4% del PIB (ver Gráfico 1), deteriorándose frente al -2,4% del PIB esperado en el MFMP 2025 y por encima del 3,0% que esperábamos en ANIF. Esta desviación frente a la meta inicial reduce la credibilidad de una estabilización de las finanzas públicas.

**Gráfico 1. Balance Primario Gobierno Nacional Central en 2025 (% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Marco Fiscal de Mediano Plazo y CARF.

Sin embargo, al considerar el balance total del Gobierno Nacional Central (GNC), este habría cerrado 2025 en 6,3% del PIB por debajo del 7,1% proyectado por el Gobierno en el MFMP 2025. Aunque este resultado puede parecer positivo, la mejora no se debió a menores gastos ni a mayores ingresos, sino por al ahorro fiscal generado por las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) anunciadas por Crédito Público a inicios del año. Este ahorro proporcionó

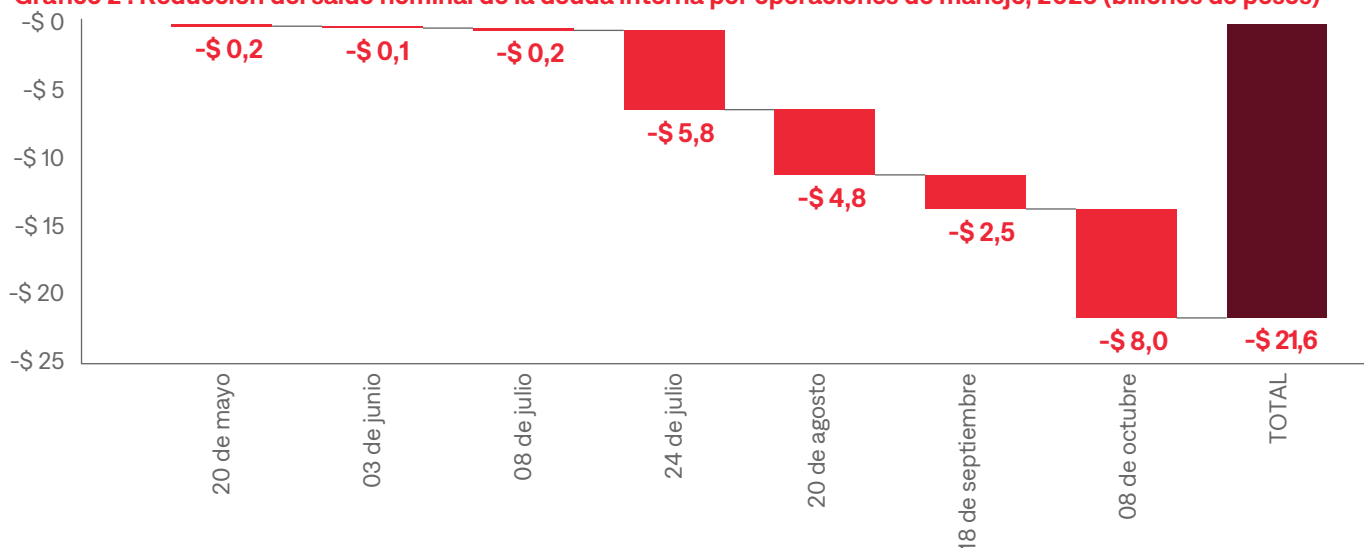
un espacio adicional al fisco para aumentar un gasto primario que, de por sí, ya era elevado.

## OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA 2025

En medio del ajustado escenario fiscal que atraviesa el país, el año pasado el director de Crédito Público del Ministerio de Hacienda anunció una ambiciosa estrategia de financiamiento, orientada a mantener el nivel de endeudamiento anclado o ligeramente por debajo del 60% del PIB. Esta estrategia se estructuró en torno a tres objetivos principales: i) reducir el costo de la deuda, ii) gestionar el riesgo de refinanciamiento y liquidez, y iii) contener los riesgos de mercado.

Como parte de la estrategia, en 2025 Crédito Público ejecutó un total de siete OMD internas con creadores de mercado. En ANIF calculamos que en total la reducción del valor nominal de la deuda interna por estas operaciones fue de \$21,6 billones (ver Gráfico 2). A esto se sumaron dos OMD de deuda externa, mediante las cuales se recompraron bonos globales por cerca de USD \$7 mil millones siguiendo la misma lógica que las operaciones internas. En conjunto, esta operación habría contribuido a una disminución del déficit fiscal en 1,4 puntos porcentuales del PIB en 2025, como respuesta al menor pago de intereses y a la reducción del valor nominal de deuda que, según la metodología aprobada por el Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS), permite su contabilización para la vigencia 2025.

**Gráfico 2 . Reducción del saldo nominal de la deuda interna por operaciones de manejo, 2025 (billones de pesos)**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En la operación del 24 de julio se incluye tanto la OMD con creadores de mercado (-\$531 MM) como el canje interno con FONPET (-\$5,3 bn).

La caída observada en los intereses se explica principalmente por los efectos contables de las OMDs sobre el nivel de deuda nominal. En particular, la estrategia consistió en reemplazar títulos que se transaban con alto descuento<sup>1</sup> por

nuevas emisiones colocadas a par<sup>2</sup>. A modo de ejemplo, el Gobierno recompró bonos que tenían un valor nominal de \$100, pero que en el mercado se negociaban por debajo de ese valor, por ejemplo, \$80. Posteriormente, emitió nuevos tí-

<sup>1</sup> El precio de mercado del bono está por debajo de su valor nominal.

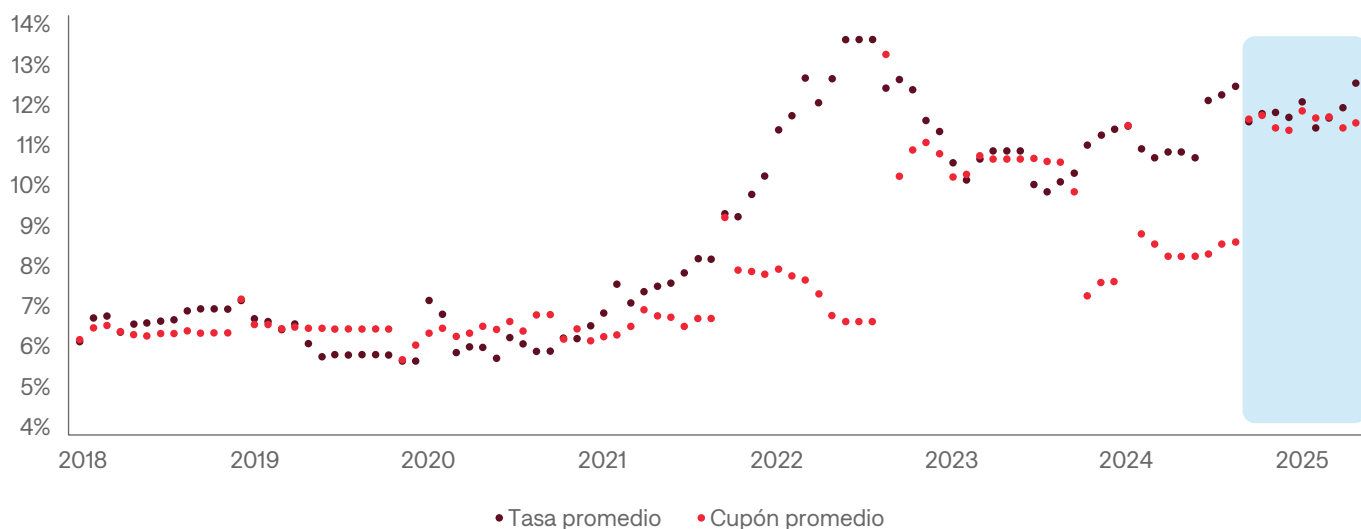
<sup>2</sup> Su valor de mercado es igual a su valor nominal.

tulos por el monto efectivamente desembolsado (\$80). En la medida en que el nominal retirado (\$100) fue superior al nuevo nominal emitido (\$80), el saldo total de la deuda se redujo en \$20. Esta diferencia generó, además, un efecto contable favorable en el que, al reducirse el saldo nominal de la deuda, disminuye automáticamente la base sobre la cual se calculan los pagos por intereses.

Producto de estas operaciones, los nuevos bonos se emitieron a tasas cupón acordes con las condiciones

vigentes del mercado, es decir, superiores a los títulos recomprados. Como lo señaló el director de Crédito Público durante el 28° Congreso de Tesorería de Asobancaria, en 2025 esta estrategia permitió cerrar de manera significativa la brecha entre las tasas de mercado y los cupones de las nuevas emisiones (ver Gráfico 3). Si bien los nuevos bonos presentan cupones superiores a los títulos recogidos, ello no implicó un mayor valor nominal emitido, sino un ajuste a las condiciones actuales del mercado.

**Gráfico 3. La estrategia de endeudamiento ha logrado corregir el desequilibrio entre cupones y tasas de mercado**

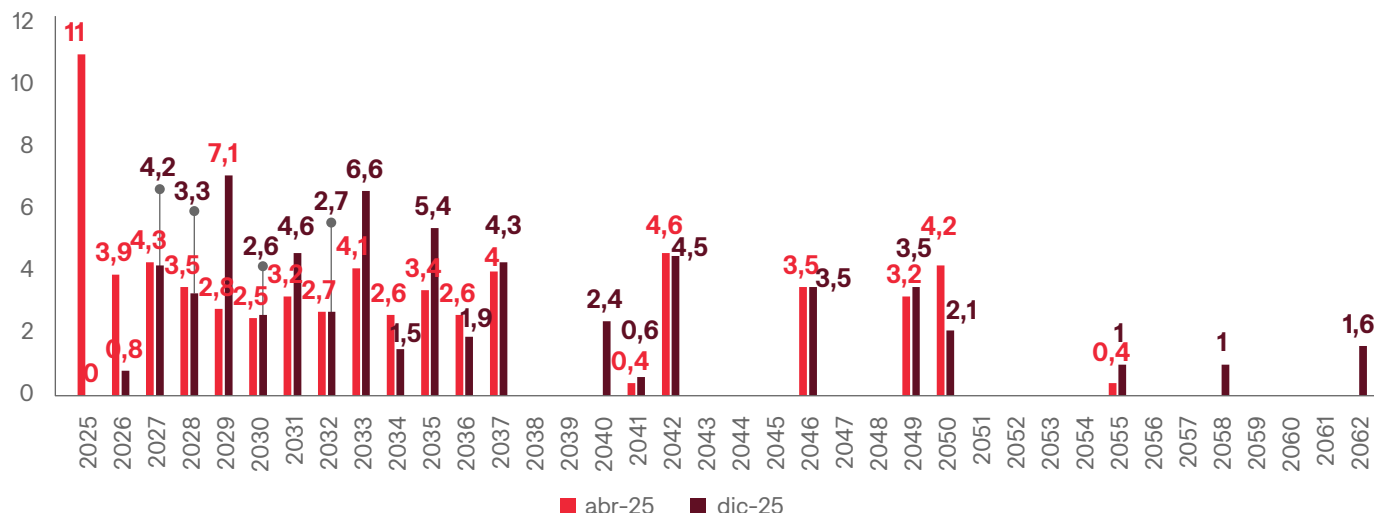


Fuente: elaboración ANIF con base en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Las OMD también generaron importantes modificaciones en el perfil de los vencimientos, aumentando la concentración de pagos en el mediano y largo plazo. Al comparar el perfil de la deuda en abril de 2025 (previo a las OMD) y diciembre del mismo año (una vez finalizadas), como se observa en el gráfico 4, se evidencia que, tras las operaciones, los vencimientos se concentraron significativamente en el mediano plazo, principalmente en los años de 2029, 2031, 2033, 2035 y en la parte larga, como 2055, 2058 y 2062.

En este contexto, la deuda neta para 2025 resultó inferior a la estimada inicialmente en el MFMP 2025. De acuerdo con lo expuesto por Crédito Público, el indicador habría pasado de 61,4% del PIB a 58,9%, también por la apreciación de la tasa de cambio. Según nuestras estimaciones, este último efecto habría representado aproximadamente 2,4 puntos del PIB (alrededor de \$45 billones), producto del menor valor en pesos del nivel de la deuda externa, parcialmente compensado por la desvalorización de los activos en moneda extranjera.

**Gráfico 4. Perfil de vencimiento / saldo de deuda (%)**



Fuente: elaboración ANIF con base en IRC

## PANORAMA 2026

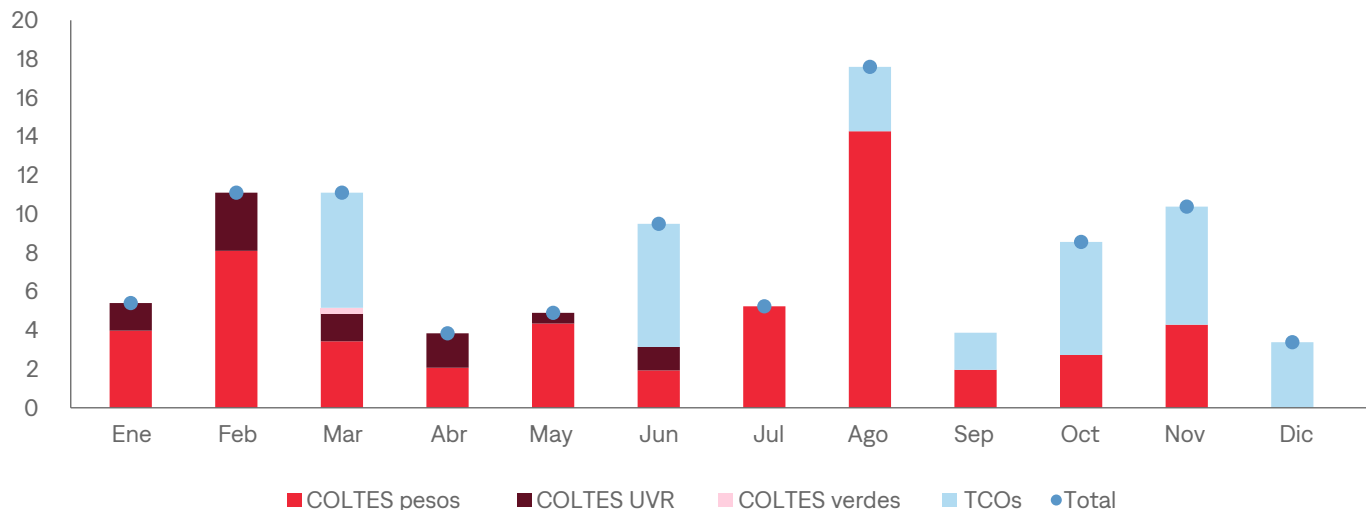
De cara a 2026, el cuadro de fuentes y usos presentado por Crédito Público anticipa un déficit fiscal menor al contemplado en el MFMP 2025. Según nuestras estimaciones, si se aprueba el escenario planteado, el balance fiscal total se ubicaría en 5,2% del PIB, por debajo del 6,2% previsto en el MFMP 2025, explicado principalmente por una reducción sustancial en el gasto por intereses. No obstante, el balance primario alcanzaría 2,1% del PIB, deteriorándose frente al 1,4% proyectado inicialmente.

La reducción del déficit total se daría como respuesta a la continuación de operaciones de manejo de deuda enfocadas en reducir los gastos por intereses durante la actual vigencia. De acuerdo con el escenario preliminar del Plan Financiero 2026, frente al MFMP 2025 el Gobierno espera ahorrar cerca de \$16 billones en gasto de intereses de la deuda interna y \$8,9 billones de intereses de deuda externa, esta última estrategia apalancada del cupo de emisión de deuda externa que se estima en USD \$4,9 mil millones para 2026.

Bajo este contexto, Crédito Público ha continuado con la estrategia implementada en 2025. En particular, el 29 de enero se ejecutó el primer canje de deuda interna con creadores de mercado durante 2026, mediante el cual se recogieron \$19,4 billones en títulos de corto (TCO) y largo plazo y se entregaron \$16,8 billones en títulos de largo plazo. Esta operación habría generado una reducción en el valor nominal de la deuda de \$2,55 billones y ahorros fiscales por \$2,14 billones, principalmente por la menor concentración de vencimientos.

Para 2026, el perfil de pagos de la deuda interna, tanto de intereses como vencimientos, se concentrará en la primera mitad del año incluso registrando un pico hacia el cierre de la actual administración (Gráfico 5). Según nuestras estimaciones, los desembolsos por cupones y vencimientos, principalmente asociados a TCOs, ascenderían a \$74 billones aproximadamente. Esto explica la continuidad de la estrategia de manejo de deuda, en la que también se están llevando a cabo canjes con la Tesorería orientados a mitigar las presiones de liquidez que se evidenciarían a lo largo del año.

**Gráfico 5. Pagos de cupones y vencimientos de bonos de deuda pública local en 2026.**



Fuente: elaboración ANIF con base en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Actualizado al 13 de febrero de 2026. En agosto se excluyen los bonos de corto plazo (TCO) por \$21,6 billones que corresponden al pasivo contingente entregado como garantía en la estructuración del Total Return Swap (TRS) con seis bancos internacionales.

## CONCLUSIONES

El balance fiscal estimado para 2026 muestra una reducción significativa en el pago de intereses de deuda lo cual abriría espacio para un mayor gasto primario, evidenciado en el deterioro del balance primario respecto a lo proyectado inicialmente en el MFMP 2025. Bajo este contexto, el manejo del endeudamiento resultaría crucial durante el año con el ánimo de contrarrestar las presiones de liquidez y disminuir efectivamente el pago por intereses ante la ausencia de un ajuste fiscal estructural.

Si bien las operaciones de manejo de deuda realizadas durante 2025 constituyeron una herramienta eficaz de gestión financiera al reducir presiones de pagos de intereses en el corto plazo, especialmente 2025 y 2026, estas operaciones han sido un remedio temporal para un problema estructural fiscal. El elevado nivel de endeudamiento del Gobierno responde a desequilibrios persistentes de los ingresos y gastos que no se solu-

ciona exclusivamente con estrategias financieras. Los canjes mejoran los niveles nominales de endeudamiento, bajo una estrategia netamente contable, pero no reducen de manera sustancial la carga estructural de la deuda si no están acompañados de una consolidación fiscal creíble.

Nadie pone en duda la eficacia de estas operaciones para lograr ese objetivo, sin embargo, son preocupantes en la medida en que esto le libera espacio al Gobierno para tener un mayor gasto primario, lo que aleja al país de una senda fiscal sostenible y, por ende, el mercado seguirá exigiendo primas de riesgo elevadas, lo que limita el efecto permanente de dicha estrategia.

Para que estas operaciones sean exitosas en el mediano y largo plazo, es necesario avanzar hacia un ajuste fiscal que permita estabilizar la deuda y volver a la senda de la regla fiscal. Con un ajuste creíble y sostenible de las finanzas públicas, el mercado castigaría menos al Gobierno y así, exigirían menores primas de riesgo, redu-

ciendo el costo de nuevas emisiones. Adicionalmente, el entorno macroeconómico podría ser determinante, una eventual reducción de la tasa de interés por parte del Banco de la República podría favorecer el cos-

to del financiamiento del Gobierno. Sin embargo, dada la trayectoria actual de la inflación y las expectativas para los próximos años, este escenario podría ser menos probable.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## FECHAS CLAVE

Febrero 23 al  
27 de 2026

### LUNES 23

México: PIB cuarto trimestre 2025.

### MARTES 24

EE.UU: Confianza del consumidor, febrero.

### MIÉRCOLES 25

Alemania: PIB cuarto trimestre 2025.

### JUEVES 26

Zona Euro: Confianza del Consumidor, febrero.  
México: Tasa de desempleo, enero.

### VIERNES 27

COL: Tasa de desempleo, enero.  
EE.UU: Índice de Precios al Productor, enero.

\$MM(1)

CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

|                                    | Fecha de corte | 6 febrero 2025 | A la última fecha | Un mes atrás | Tres meses atrás | Un año atrás |
|------------------------------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|------------------|--------------|
| 1. Medios de pago (M1)             |                | 222.508        | 10,4              | 11,5         | 11,5             | 9,9          |
| 2. Base monetaria (B)              |                | 188.414        | 12,4              | 11,8         | 16,5             | 13,1         |
| 3. Efectivo                        |                | 150.236        | 13,7              | 15,0         | 17,0             | 20,1         |
| 4. Cuentas corrientes              |                | 72.272         | 4,2               | 4,9          | 2,1              | -5,5         |
| 5. Cuasidineros                    |                | 695.682        | 12,3              | 11,9         | 9,8              | 6,1          |
| 6. Total ahorro bancos comerciales |                | 346.643        | 14,7              | 14,2         | 8,3              | 6,4          |
| 7. CDTs                            |                | 348.880        | 10,0              | 9,6          | 11,4             | 5,8          |
| 8. Bonos                           |                | 20.022         | -8,3              | -9,9         | -13,3            | -24,1        |
| 9. M3                              |                | 965.491        | 11,3              | 11,5         | 9,8              | 6,1          |
| 10. Cartera total                  |                | 699.806        | 9,3               | 8,8          | 7,3              | 3,1          |
| 11. Cartera moneda legal           |                | 684.055        | 9,7               | 9,3          | 8,0              | 2,8          |
| 12. Cartera moneda extranjera      |                | 15.750         | -7,1              | -10,1        | -17,3            | 13,4         |
| 13. TES®                           | 20Feb          | 668.867        | 16,3              | 17,6         | 22,7             | 12,9         |
| 14. I.P.C.                         | Ene            |                | 5,35              | 5,10         | 5,51             | 5,22         |
| 15. IPC sin alimentos              | Ene            |                | 5,41              | 5,11         | 5,25             | 5,39         |
| 16. IPC de alimentos               | Ene            |                | 5,11              | 5,07         | 6,64             | 3,57         |
| 17. TRM (\$/US\$)                  | 20Feb          | 3.695,72       | -9,83             | -14,83       | -15,80           | 4,62         |
| VALORES ABSOLUTOS                  |                |                |                   |              |                  |              |
| 18. Reservas internacionales®      |                |                | 66.930            | 66.353       | 65.874           | 63.217       |
| 19. Saldo de TES (\$MM)            |                |                | 668.867           | 655.008      | 703.167          | 574.952      |
| 20. Unidad de Valor Real (UVR)     | 20Feb          |                | \$ 399,2          | \$ 397,4     | \$ 396,4         | \$ 379,6     |
| 21. DTF efectiva anual             | 23Feb/1Mar     |                | 9,28              | 8,95         | 8,68             | 9,27         |
| 22. Tasa interbancaria efectiva    | 19Feb          |                | 10,25             | 9,25         | 9,25             | 9,51         |

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.

Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 20 de febrero, último corte disponible.

La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.

Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.