

**No. 1659**

Junio 16 de 2025

ISSN 1794-2616

## ANIF

Calle 70A No. 7-86  
PBX: 601 744 6700  
Bogotá D.C.

**José Ignacio López G.**  
Presidente

**Luz Magdalena Salas B.**  
Vicepresidente

**Andrea Ríos S.**  
Jefe de estudios  
macroeconómicos

**Fabián Suárez N.**  
Jefe de estudios sectoriales

## Investigadores

Laura Llano C.  
María Carolina Gutiérrez A.  
María Paula Campos G.  
Thomas Martínez R.  
Daniel Aguilar F.  
Luis Felipe González R.  
Nicole Torres L.  
Jorge Andrés Moya A.

**www.anif.com.co**  
E-mail: anif@anif.co

 @ANIFCO

 AnifOficial

 ANIF

 @ANIFCO—

 @AnifOficial

 @ANIFCO—

## LA FICCIÓN DEL AJUSTE FISCAL: ENTRE DISCURSOS Y REALIDADES

- Se aprobó la activación de la cláusula de escape por tres años, lo que significa que el Gobierno puede incumplir la Regla Fiscal en dicho periodo.
- El déficit fiscal proyectado para 2025 sería 7,1% del PIB, 2 puntos porcentuales por encima de lo que se estimaba en el Plan Financiero publicado a inicio de año (5,1%).
- Se estima que la deuda ascendería a 61,3% del PIB en 2025 y alcanzaría un pico de 63,8% del PIB en 2027, para converger en el mediano plazo a 61,3% del PIB.
- Las propuestas para retornar a la senda fiscal son razonables y podrían contribuir a mejorar la situación de las finanzas públicas en el mediano plazo. Sin embargo, su implementación no luce plausible, al menos en lo que queda de este Gobierno.
- La reciente invocación de la cláusula de escape reaviva dudas sobre la credibilidad de la Regla Fiscal, que, pese a su robustez técnica, carece de mecanismos efectivos para frenar decisiones políticas que comprometen la sostenibilidad fiscal.

El Ministerio de Hacienda publicó el pasado viernes el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2025, en el cual se definen las proyecciones macroeconómicas y fiscales para el año en curso y los próximos años. Como es costumbre, el mercado, los analistas y los inversionistas estaban atentos a la divulgación de dichas cifras, pero con un interés inédito dada la difícil situación fiscal del país, y las expectativas de la activación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal. Con la invocación de dicha cláusula, la Regla Fiscal queda inoperante para este y los próximos dos años. Como veremos, este hecho podría tener consecuencias importantes y adversas sobre la estabilidad macroeconómica del país.

El parágrafo 2 del artículo 60 de la Ley 2155 de 2021, que modificó el artículo 5 de la Ley 1473 de 2011, contempla una cláusula de escape para la Regla Fiscal, la cual le permite al Gobierno un desvío temporal del cumplimiento de las metas bajo dos escenarios: i) eventos extraordinarios; y ii) cuando se ve comprometida la estabilidad macroeconómica del país. Esta cláusula debe ser aprobada previamente por el Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) y el periodo de dicha cláusula no puede ser mayor a tres vigencias fiscales consecutivas, según lo dispuesto en el

Junio 16 de 2025

decreto 1717 de 2021. Adicional a esto, la Ley exige: i) que el Confis publique un documento en el que justifique la activación de la cláusula de escape junto con el plan de retorno a las metas fiscales; y ii) que el Gobierno publique un informe de cumplimiento de la Regla Fiscal con el cual se hará seguimiento a la cláusula de escape. La duración de la cláusula de escape puede ser revisada de forma posterior al momento de la activación por el Confis, previo concepto no vinculante del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF.)

Según lo presentado en el MFMP 2025, se aprobó la activación de la cláusula de escape por tres años, lo que significa que el Gobierno puede incumplir la Regla Fiscal en dicho periodo. Esta sería la primera vez que se invoca la cláusula de escape luego de su creación con la reforma de 2021. Durante la pandemia por Covid-19 en 2020 y 2021 la regla quedó suspendida.

## ¿Cómo luce el escenario fiscal en 2025?

Las cifras reveladas por el Gobierno evidencian unas cuentas más acordes con la realidad y con nuestros propios estimativos, en la medida en que se revisa a la baja la proyección de ingresos que se había presentado en el Plan Financiero a inicio de año (PF 2025). Recordemos que en ese momento se estimaban unos ingresos tributarios que ascendían a \$299,9 billones, cifra que para ANIF era optimista, pues superaba en \$54,8 billones el recaudo de 2024<sup>1</sup>. Ahora bien, en el ejercicio

de mostrar unas cuentas fiscales más realistas, el Gobierno reconoce que el recaudo tributario este año será menor y apenas alcanzaría \$281,4 billones (incluyendo lo que esperan recibir por aumento de retenciones). Esto equivale a una reducción de \$18,5 billones en los ingresos frente a lo proyectado en el PF 2025, que se explica por una revisión a la baja del recaudo de la DIAN y de los esfuerzos por gestión, ante una inadecuada estimación de los ingresos y una sobreestimación del crecimiento del PIB (Tabla 1).

Las nuevas proyecciones de ingresos del Gobierno se acercan a nuestros cálculos. En efecto, estimamos unos ingresos tributarios por \$267 billones, a los cuales se debe sumar el ingreso adicional que se recibiría por cuenta del Decreto 0572 de 2025, según el cual se incrementan las retenciones en la fuente por concepto de renta para personas jurídicas, anticipando así parte del recaudo de 2026 para 2025. Según las estimaciones de ANIF esto podría aumentar el recaudo en \$9,7 billones. En línea con esto, desde ANIF estimamos que los ingresos tributarios del Gobierno este año serían \$276,7 billones, \$4,7 billones por debajo de lo presentado por el Gobierno. Ahora, si bien el aumento en los ingresos por retenciones brinda un alivio fiscal parcial al Gobierno en el corto plazo, existe el riesgo de que esto derive en un desbalance en 2026. Un anticipo excesivo de retenciones podría afectar la actividad económica y, con ello, reducir las utilidades empresariales, lo que implicaría un menor recaudo el próximo año y un aumento en las devoluciones tributarias por parte del Gobierno.

<sup>1</sup> Ver Informe Semanal No. 1643 de febrero de 2025.

Junio 16 de 2025

Tabla 1. Balance fiscal del GNC

|                  | MFMP 2024 |           | Plan Financiero 2025 |           | MFMP 2025 |           | MFMP 25 vs. PF 25 |            |
|------------------|-----------|-----------|----------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------|------------|
|                  | \$MM      | % del PIB | \$MM                 | % del PIB | \$MM      | % del PIB | \$MM              | pp del PIB |
| Ingreso total    | 312.028   | 17,5%     | 327.948              | 18,3%     | 309.276   | 17,0%     | -18.672           | -1,3%      |
| Tributarios      | 289.872   | 16,3%     | 299.888              | 16,7%     | 281.400   | 15,5%     | -18.488           | -1,2%      |
| Gasto total      | 403.515   | 22,7%     | 418.749              | 23,3%     | 438.894   | 24,2%     | 20.145            | 0,9%       |
| Intereses        | 83.013    | 4,7%      | 86.373               | 4,8%      | 85.773    | 4,7%      | -600              | -0,1%      |
| Gasto primario   | 320.502   | 18,0%     | 332.376              | 18,5%     | 353.122   | 19,5%     | 20.746            | 1,0%       |
| Balance Primario | -8.474    | -0,5%     | -4.428               | -0,2%     | -43.846   | -2,4%     | -39.418           | -2,2%      |
| Balance total    | -91.487   | -5,1%     | -90.801              | -5,1%     | -129.619  | -7,1%     | -38.818           | -2,0%      |

Fuente: cálculos ANIF con base en Ministerio de Hacienda.

Por el lado del gasto, el Gobierno proyecta unos gastos totales por cerca de \$438,9 billones, equivalentes a 24,2% del PIB (Tabla 1). Esto representa un incremento de 0,9 puntos porcentuales (pp) del PIB frente a lo estipulado en el PF 2025 y de 1pp del PIB frente a 2024. Desagregando ese dato, \$353,1 billones (19,5% del PIB) corresponderían a gasto primario, mientras el pago de intereses ascendería a \$85,8 billones (4,7% del PIB, por debajo del 4,8% estimado en el PF 2025, pero muy por encima de los intereses del 4,3% del PIB observados en 2024). Según lo reportado por el Gobierno, el cambio en los gastos frente al PF 2025 responde principalmente a las presiones de inflexibilidades y a la mayor ejecución del rezago presupuestal (que, como hemos comentado desde ANIF en diferentes informes, fue históricamente alto en 2024, alcanzando los \$55,4 billones<sup>2</sup>).

Dado este panorama, el déficit fiscal proyectado para este año sería 7,1% del PIB, 2pp por encima de lo que se estimaba en el PF publicado a inicio de año (5,1%). Así, el balance primario se ubicaría en -2,4% del PIB (empeorando 2,2pp frente al PF 2025).

Ahora bien, el Gobierno debería estar haciendo un esfuerzo por recortar el gasto. Si bien es cierto que buena parte de éste es inflexible, es difícil comprender por qué el gasto de personal se incrementaría cerca de 30% anual en 2025 (\$10,3 billones), cuando la situación fiscal es tan apretada. Entendemos que esta partida incluye unos compromisos de gasto en personal de la fuerza pública de fuerza de ley, pero insistimos que un incremento de 27%, un gasto adicional de medio punto del PIB en personal, en este tipo de gasto no es justificable dada la realidad fiscal del país.

<sup>1</sup> Ver Informe Semanal No. 1653 de mayo de 2025.

Junio 16 de 2025

Resulta preocupante que, dado que la activación de la cláusula de escape permite el incumplimiento de la Regla Fiscal, el Gobierno ya no tendrá un límite de endeudamiento. De esta manera, la deuda podría seguir aumentando, acercándose al límite del 71% y dificultando su retorno al ancla definida en la Regla Fiscal. Esto, además, se reflejaría en mayores tasas de interés para los sectores público y privado.

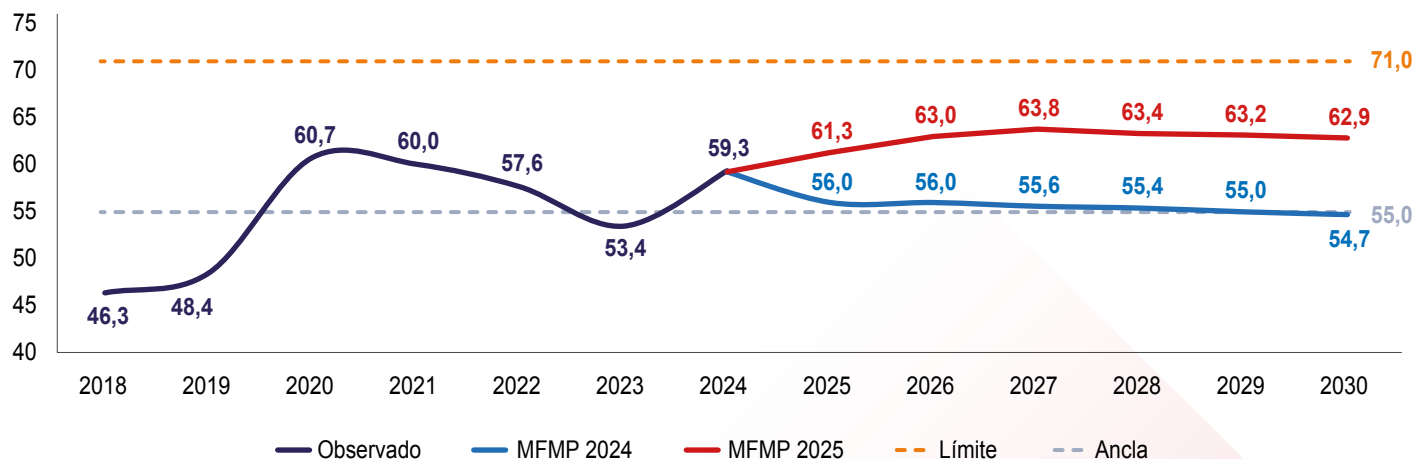
En efecto, el Gobierno estima que la deuda ascendería a 61,3% del PIB en 2025 (6,3pp por encima del ancla de 55% del PIB) y alcanzaría un pico de 63,8% del PIB en 2027. A partir de ahí empezaría a bajar, dado el retorno a las métricas de la Regla Fiscal en 2028, hacia niveles de 61,3% del PIB en 2036 (Gráfico 1).

Si no se hubiera activado la cláusula de escape, esa senda de deuda implicaría un balance primario neto estructural de 0,8% y 1,0% del PIB en 2026 y 2027, que serían consistentes con un balance total

de -4,8% y -4,1% del PIB respectivamente, muy inferiores al -6,2% y -4,9% presentados en el MFMP 2025 para esos dos años.

Teniendo en cuenta todo el escenario, se estiman necesidades de financiamiento adicionales a lo proyectado en el PF 2025 por \$56,6 billones, con lo cual ascienden hasta \$193,0 billones. Esto aumenta debido a: i) aumento del déficit a financiar en \$38,8 billones; y ii) una mayor disponibilidad de caja prevista en \$28,8 billones por una estrategia de restituir los saldos de liquidez del Gobierno mediante una reserva, buscando reducir el riesgo de liquidez que perciben los mercados. En cuanto a las fuentes de financiamiento, \$38,6 billones corresponden a desembolsos externos mediante bonos, multilaterales y comerciales, mientras que \$80,8 billones corresponden a desembolsos internos, los cuales se buscan diversificar entre TES, subastas, ETF, bonos pensionales, entre otros (Tabla 2).

**Gráfico 1. Deuda neta del GNC  
(% del PIB)**



Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda-MFMP 2025.

Junio 16 de 2025

Tabla 2. Fuentes y usos del GNC 2025  
(\$ miles de millones de pesos, US\$ millones)

| FUENTES                                | PF 2025   | MFMP 2025 | PF 2025 | MFMP 2025 | USOS                                         | PF 2025   | MFMP 2025 | PF 2025 | MFMP 2025 |
|----------------------------------------|-----------|-----------|---------|-----------|----------------------------------------------|-----------|-----------|---------|-----------|
|                                        | USD mill. | USD mill. | 137.269 | 193.909   |                                              | USD mill. | USD mill. | 137.269 | 193.909   |
| Desembolsos                            |           |           | 104.687 | 119.433   | Déficit a Financiar                          |           |           | 90.801  | 129.619   |
| Externos                               | 8.186     | 9.057     | 35.887  | 38.623    | De los cuales:                               |           |           |         |           |
| Bonos                                  | 3.627     | 6.000     | 15.901  | 25.588    | Balance primario                             |           |           | 4.428   | 43.846    |
| Multilaterales                         | 4.559     | 2.057     | 19.987  | 8.770     | Intereses Internos                           |           |           | 65.119  | 65.967    |
| Comerciales y otros                    |           | 1.000     |         | 4.265     | Intereses Externos                           | 4.875     | 4.631     | 21.254  | 19.806    |
| Internos                               |           |           | 68.800  | 80.810    | Amortizaciones                               |           |           | 34.875  | 32.902    |
| TES                                    |           |           | 68.800  | 80.810    | Externas                                     | 4.757     | 4.849     | 20.737  | 20.547    |
| Subastas y sindicaciones               |           |           | 45.000  | 58.000    | Internas                                     |           |           | 14.137  | 12.355    |
| TES Verdes                             |           |           | 1.500   | 1.500     | Pago Obligaciones (Sentencias, Salud, Otros) |           |           | 1.000   | 1.200     |
| Entidades Públicas                     |           |           | 17.000  | 15.000    | Sentencias en mora                           |           |           |         |           |
| Tender + ETF                           |           |           |         | 1.000     | Seguridad social en salud contributivo       |           |           | 1.000   | 1.200     |
| Bonos Pensionales                      |           |           | 3.900   | 3.910     | Pago Obligaciones con TES                    |           |           | 1.400   | 1.400     |
| Pago de Obligaciones con TES           |           |           | 1.400   | 1.400     | ANI                                          |           |           | 500     | 500       |
| Operaciones de Tesorería               |           |           | -2.056  | 40.674    | FOMAG                                        |           |           | 900     | 900       |
| TCO                                    |           |           | -670    | 16.107    | Disponibilidad Inicial                       |           |           | 9.194   | 28.789    |
| Fondos Administrados                   |           |           | -9.386  | 4.568     | En pesos                                     |           |           | 6.550   | 20.470    |
| Repos, simultáneas, préstamos CP       |           |           | 8.000   | 12.000    | En moneda extranjera                         |           |           | 2.644   | 8.318     |
| Ajustes por Causación y Otros Recursos |           |           | 18.556  | 17.720    |                                              |           |           |         |           |
| Disponibilidad Inicial                 |           |           | 16.082  | 16.082    |                                              |           |           |         |           |
| En pesos                               |           |           | 3.618   | 3.618     |                                              |           |           |         |           |
| En moneda extranjera                   | 2.827     | 2.827     | 12.464  | 12.464    |                                              |           |           |         |           |

Fuente: elaboración ANIF con base en Ministerio de Hacienda-MFMP 2025.

Implicaciones para el escenario macroeconómico en el mediano plazo

Como lo exige la ley, en el MFMP 2025 se publicaron las medidas propuestas por el Gobierno para retornar a la senda de cumplimiento de las métricas fiscales en 2028. Entre éstas se incluye una reforma

tributaria que buscaría recaudar al menos \$19,6 billones, a partir de una modificación a la estructura del IVA, del imptoconsumo y del impuesto de renta a personas naturales. Además, se propone crear una comisión para reformar el gasto público, cuyo objetivo sería corregir las inflexibilidades del gasto mediante la expedición de un proyecto de ley.

Junio 16 de 2025

Las propuestas para retornar a la senda fiscal son razonables y podrían contribuir a mejorar la situación de las finanzas públicas en el mediano plazo. Sin embargo, su implementación no luce plausible, al menos en lo que queda de este Gobierno.

Así, el incumplimiento de la Regla Fiscal plantea riesgos significativos para la estabilidad macroeconómica del país. En primer lugar, ante un mayor desbalance fiscal y un panorama de incertidumbre, el Gobierno podría enfrentar mayores necesidades de financiamiento tanto interno como externo, lo que llevaría a un aumento en las tasas de interés exigidas por los inversionistas y, por ende, a una reducción del margen de maniobra fiscal. En segundo lugar, el Banco de la República podría verse limitado en su capacidad para reducir la tasa de interés con mayor rapidez, afectando así la velocidad de recuperación económica.

Tercero, se profundiza la incertidumbre sobre la renovación de la Línea de Crédito Flexible por parte del FMI, ya que un incumplimiento reiterado de la regla, junto con una senda de ajuste poco creíble, podría derivar en el retiro definitivo de este respaldo, así como rebajas adicionales en la calificación de riesgo soberano por parte de las agencias internacionales. Cuarto, podrían generarse presiones sobre la tasa de cambio, encareciendo las importaciones y elevando el costo de vida vía inflación, además de afectar las devaluaciones de los activos financieros, con potenciales repercusiones sobre el ahorro pensional. Finalmente, el desafío no solo radica en volver a cumplir la regla, sino en que, dada la magnitud actual de la deuda según el MFMP, el ajuste requerido para alinear el gasto con los límites de la regla será aún más exigente y políticamente costoso.

## ¿Qué medidas se deberían implementar a futuro para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas?

En el corto plazo, la herramienta más eficaz sería implementar recortes adicionales y más ambiciosos del gasto público. Si bien el presupuesto presenta un alto nivel de rigidez —con inflexibilidades cercanas al 86%—, el amplio desbalance fiscal del país exige una revisión exhaustiva del gasto discrecional, su eficiencia y sus impactos. En un contexto de primas de riesgo elevadas, que encarecen el financiamiento del Gobierno, una mayor austeridad podría contribuir a reducir las tasas de interés, estimular el crecimiento económico y mejorar el recaudo tributario.

Colombia necesita una reforma estructural de su marco fiscal que incluya la discusión de nuevas fuentes de ingresos. Esto implica, entre otros aspectos, ampliar la base de contribuyentes en el impuesto sobre la renta, de modo que más ciudadanos aporten, incluso con tasas bajas. Sin embargo, actualmente el margen para avanzar en esta dirección es muy limitado, debido a la desconfianza ciudadana en el manejo de los recursos públicos. Esta desconfianza es el resultado de una larga historia de escándalos de corrupción y baja eficiencia en la provisión de bienes públicos esenciales.

En una coyuntura marcada por el deterioro de la seguridad y la calidad de los servicios de salud, el Gobierno cuenta con poca legitimidad para impulsar una nueva reforma tributaria. Por ello, insistimos en priorizar medidas de austeridad, recorte de gas-

Junio 16 de 2025

to y mejoras en la eficiencia del sector público. Estas acciones no solo son necesarias para atender la coyuntura fiscal actual, sino también para fortalecer la legitimidad institucional y sentar las bases de una política fiscal más sostenible.

Adicionalmente, la reciente invocación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal reabre el debate sobre su credibilidad y evolución. Aunque el diseño

técnico de la Regla Fiscal es robusto, en la práctica carece de mecanismos eficaces para evitar decisiones políticas que comprometan la sostenibilidad de las finanzas públicas. Una estrategia fiscal responsable debería reconducir gradualmente las cuentas públicas hacia el cumplimiento de la Regla, pero también requiere complementar esta institucionalidad con herramientas más sólidas que refuercen su cumplimiento.



Junio 16 de 2025

## INDICADORES ECONÓMICOS

### \$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

|                                    |       | 30 mayo 2025 | A la última fecha | Un mes atrás | Tres meses atrás | Un año atrás |
|------------------------------------|-------|--------------|-------------------|--------------|------------------|--------------|
| 1. Medios de pago (M1)             |       | 199.627      | 15,4              | 15,3         | 13,0             | 2,6          |
| 2. Base monetaria (B)              |       | 168.457      | 17,0              | 16,1         | 14,1             | 5,0          |
| 3. Efectivo                        |       | 130.903      | 21,6              | 18,9         | 19,7             | 4,4          |
| 4. Cuentas corrientes              |       | 68.724       | 5,2               | 9,4          | 2,0              | -0,2         |
| 5. Cuasidineros                    |       | 661.183      | 10,8              | 8,6          | 6,9              | 10,1         |
| 6. Total ahorro bancos comerciales |       | 319.175      | 9,6               | 7,0          | 6,3              | 9,4          |
| 7. CDTs                            |       | 342.008      | 11,9              | 10,3         | 7,6              | 10,8         |
| 8. Bonos                           |       | 20.136       | -23,9             | -24,6        | -24,5            | -13,9        |
| 9. M3                              |       | 905.995      | 10,6              | 9,6          | 7,5              | 7,5          |
| 10. Cartera total                  |       | 659.670      | 5,3               | 4,6          | 3,6              | 1,2          |
| 11. Cartera moneda legal           |       | 643.646      | 5,2               | 4,5          | 3,4              | 2,0          |
| 12. Cartera moneda extranjera      |       | 16.024       | 6,0               | 11,2         | 12,0             | -21,9        |
| 13. TES <sup>(2)</sup>             | 6-Jun | 623.941      | 16,4              | 16,1         | 14,4             | 12,4         |
| 14. I.P.C.                         | May   |              | 5,05              | 5,16         | 5,28             | 7,16         |
| 15. IPC sin alimentos              | May   |              | 5,13              | 5,29         | 5,44             | 7,83         |
| 16. IPC de alimentos               | May   |              | 4,71              | 4,61         | 3,52             | 4,40         |
| 17. TRM (\$/US\$)                  | Jun16 | 4.147,34     | -0,10             | 9,70         | 5,61             | -0,31        |

### VALORES ABSOLUTOS

|                                             |               |          |          |          |          |
|---------------------------------------------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 18. Reservas internacionales <sup>(3)</sup> |               | 64.592   | 64.509   | 63.451   | 60.582   |
| 19. Saldo de TES (\$MM)                     | 6-Jun         | 623.941  | 613.062  | 584.076  | 536.370  |
| 20. Unidad de Valor Real (UVR)              | Jun16         | \$ 391,5 | \$ 389,0 | \$ 382,7 | \$ 372,3 |
| 21. DTF efectiva anual                      | 16-jun/22-jun | 8,92     | 9,02     | 9,41     | 10,09    |
| 22. Tasa interbancaria efectiva             | Jun12         | 9,25     | 9,25     | 9,50     | 11,76    |

## FECHAS CLAVE Junio 16 al 20 de 2025

### LUNES 16

**COLOMBIA:** Encuesta Mensual de Servicios, abril.  
**INTERNACIONAL:** Infome mensual OPEP.  
**JAPÓN:** Decisión de tasas de interés.

### MARTES 17

**EE.UU:** Producción Industrial, mayo.  
**ZONA EURO:** Confianza inversora, junio.  
**CHILE:** Decisión de tasas de interés.

### MIÉRCOLES 18

**COLOMBIA:** ISE, abril.  
**EE.UU:** Decisión de tasas de interés.  
**UK:** Inflación, mayo.  
**BRASIL:** Decisión de tasas de interés.

### JUEVES 19

**EE.UU:** Festivo.  
**UK:** Decisión de tasas de interés.  
**CHINA:** Decisión de tasas de interés.

### VIERNES 20

**COLOMBIA:** Importaciones, abril.  
**ZONA EURO:** Confianza del Consumidor, junio.

(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 6 de junio, último corte disponible.  
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.  
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.