

No. 1684

Diciembre 9 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

Amira Mejía F.
Jefe de estudios
macroeconómicos

Fabián Suárez N.
Jefe de estudios sectoriales

Investigadores

María Carolina Gutiérrez A.
María Paula Campos G.
Thomas Martínez R.
Daniel Aguilar F.
Luis Felipe González R.
Nicole Torres L.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co

 @ANIFCO

 AnifOficial

 ANIF

 @ANIFCO_

 @AnifOficial

 @ANIFCO_

PROBLEMA FISCAL: PATEANDO EL BALÓN

- ANIF proyecta un cierre fiscal para 2025 con un déficit menor (6,2% del PIB), debido a un mayor crecimiento del PIB nominal de la economía, ingresos no recurrentes por parte del Gobierno y una reducción importante en el servicio de la deuda por cuenta de las operaciones de la Dirección de Crédito Público.
- El problema fiscal persiste, como lo refleja el hecho de que el déficit primario (que mide la diferencia entre ingresos y gastos por parte del Gobierno, excluyendo pago de intereses) sería 11 billones más alto que lo proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de mediados de este año (2,4% del PIB estimado en el MFMP vs 2,9% de acuerdo con nuestros cálculos).
- Para 2026 anticipamos un déficit primario cercado a 3% del PIB, que produciría, en ausencia de la reducción transitoria del servicio de la deuda, un déficit fiscal de 7%. Bajo este escenario, el déficit del año entrante sería mayor al de 2025.
- Las operaciones de manejo de deuda han sido exitosas hasta el momento y han aprovechado el alto servicio de deuda creado en años anteriores al emitir los bonos a descuento, reduciendo de esa forma el pago de intereses, tal y como se contabilizan en las cuentas fiscales. No obstante, y como los advertimos en su momento, dichas operaciones, han generado un espacio fiscal, que el Gobierno ha usado para aumentar su gasto en 0,5% del PIB, en lugar de buscar una reducción más ambiciosa del déficit. También existe la preocupación que el aumento de cupones para emitir bonos cercanos a par genere una presión persistente en el rubro de interés en los próximos años.
- El Gobierno ha presentado una Ley de Financiamiento que consideramos inconveniente ya que incluye varios elementos que afectan la inversión, el ahorro y por ende el crecimiento económico y van en contravía del recaudo tributario en el largo plazo. Esperamos que el Congreso no la apruebe, y el Gobierno busque una reducción adicional en el Presupuesto para el año entrante.
- Es probable que el siguiente Gobierno tenga que hacer un recorte sustancial en el Presupuesto de 2026 reduciendo de manera significativa el rezago presupuestal que heredará por 41 billones de pesos.

A pesar de que el recaudo tributario este año ha mostrado una mejor dinámica frente a 2024, continúa por debajo de la meta del Gobierno, situación que se ha reitera-

Diciembre 9 de 2025

do en los últimos años y que limita la capacidad del Gobierno para financiar adecuadamente sus obligaciones. A lo anterior se suma un factor estructural: la marcada inflexibilidad del gasto, que ha intensificado las presiones sobre las cuentas públicas. Este contexto, combinado con las proyecciones optimistas del Gobierno, ha contribuido al incremento del rezago presupuestal y la activación de la cláusula de escape de la regla fiscal en ausencia de algún evento macroeconómico adverso. En consecuencia, existe una preocupación generalizada sobre la sostenibilidad fiscal del país y la necesidad de avanzar en reformas estructurales que atiendan de manera definitiva los problemas fiscales y no soluciones de corto plazo.

¿Cómo le ha ido al recaudo en el año?

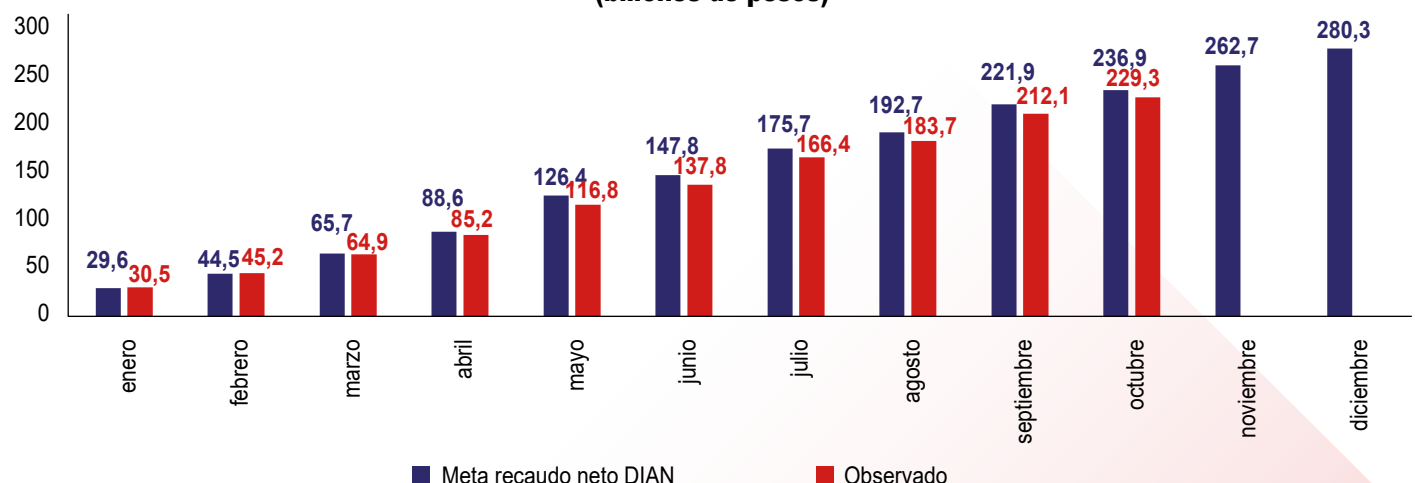
Entre enero y octubre de 2025, el recaudo tributario bruto ha acumulado \$249,1 billones, \$25,6 billones por encima del recaudo observado en el mismo periodo de 2024 (\$223,8 billones). Los impuestos que más han aportado al recaudo del año han sido retención renta (33,8%), ventas (21,6%) y aduanas (16,8%).

A pesar de las mejoras cifras, el recaudo se encuentra por debajo en \$7,9 billones de pesos de la meta de la DIAN. Para completar la meta de recaudo de \$305,5 billones para 2025, entre noviembre y diciembre se deben recaudar \$56,3 billones, lo cual parece inviable. Como se observa en el gráfico 1, el recaudo neto a octubre acumula \$229,3 billones, \$7,6 billones por debajo de la meta, lo que implica un nivel de cumplimiento de 81,8% frente a la meta anual de recaudo neto de \$280,3 billones.

¿Cómo va la ejecución presupuestal?

El Presupuesto General de la Nación (PGN) de este año cuenta con una ejecución — medida como obligaciones sobre apropiaciones — de 67,2% a corte de octubre, como se observa en el gráfico 2. Por rubros, la inversión ha sido la más rezagada en la ejecución, registrando solo el 46,6% ejecutado de los \$83,9 billones apropiados para este año. Si bien, esta ejecución es mayor a la del año anterior (39,2%), mantiene bajos niveles. Por sectores, igualdad y equidad (75%), ciencia y tecnología (73,8%) y educación (69,1%) son

Gráfico 1. Recaudo tributario neto acumulado a octubre vs meta de recaudo neto DIAN (billones de pesos)



Fuente: elaboración ANIF con base en DIAN.

Diciembre 9 de 2025

los que presentan mayor ejecución; por el contrario, Hacienda (13%) y el ministerio del interior (11,2%) presentan los niveles más bajos.

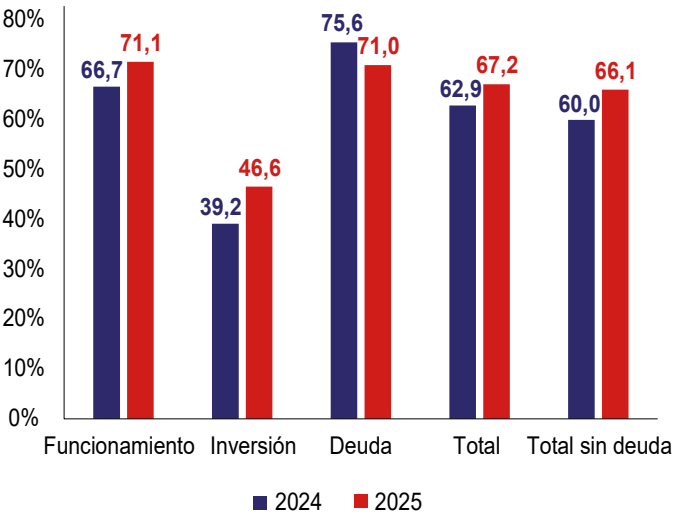
Por su parte, del rubro de funcionamiento se ha ejecutado el 71,1%, es decir, se han obligado \$233,4 billones por encima de la ejecución de 2024 (66,7%). Las transferencias tienen el mayor peso dentro del rubro de funcionamiento (74,0% del total del presupuesto de funcionamiento), de lo cual se ha ejecutado el 72,5%, dirigido principalmente al Sistema General de Participaciones (SGP), pensiones y aseguramiento en salud. Por sectores, minas y energía (93,5%), ambiente (84,9%) y vivienda (82,5%) son los que han visto mayor ejecución. Mientras que Registraduría (34,4%) y Presidencia (28,9%) son las que presentan menor ejecución.

En cuanto a la ejecución del servicio de la deuda, esta alcanza el 71%, esto es \$79,9 billones obligados por debajo de la ejecución del año 2024 (75,6%). Los meses de agosto (\$15,8 billones) y mayo (\$12,2 billones) fueron en los que más recursos de deuda se obligaron, mientras que el mes de septiembre registró la cifra más baja (\$2,6 billones). Estos recursos se han ejecutado principalmente por TES, multilaterales y bonos pensionales.

Pago de la reserva presupuestal

El rezago presupuestal¹ corresponde a la suma de las reservas presupuestales y las cuentas por pagar que quedan pendientes para la siguiente vigencia. Las reservas presupuestales son los compromisos adquiridos por las entidades que conforman el PGN que no se ejecutaron en la vigencia correspondiente y, por lo tanto, se trasladan a la siguiente. Estas consisten en recursos comprometidos más no obli-

Gráfico 2. Ejecución presupuestal a corte de octubre, 2024 – 2025 (%)



Fuente: elaboración ANIF con base en MinHacienda.

gados, por lo que pueden no ser pagadas siempre y cuando la otra parte no haga entrega del bien o servicio comprometido o cuando la entrega no haya sido satisfactoria.

En 2024, el rezago presupuestal alcanzó los \$62,5 billones incluyendo la deuda y \$55,0 billones sin deuda, los cuales deben ser pagados en la vigencia 2025. A corte de octubre, se ha pagado el 81,8% del rezago con deuda, es decir, \$51,2 billones y el 79,4% sin deuda, correspondientes a, \$43,7 billones. Las entidades a las que más se les debía pagar del rezago eran Agencia Nacional de Tierras (\$1,9 billones), Fondo Nacional de Vivienda (\$1,5 billones) y Ministerio de Minas y Energía (\$0,9 billones).

De cara al rezago de este año, al observar la diferencia entre compromisos y obligaciones, se observa que hay una brecha de \$40,8 billones, que deberá pagarse en el 2026, generando mayor presión fiscal sobre el escenario del próximo año, aunque menor

¹ Para conocer más a detalle sobre el rezago presupuestal, ver nuestro informe semanal “Fiscalidad diferida: el rezago como válvula de escape del gasto público”: <https://www.anif.com.co/informe-semanal/fiscalidad-diferida-el-rezago-como-valvula-de-escape-del-gasto-publico/>

Diciembre 9 de 2025

a la que se presentó en 2025 por este factor, pues el rezago sería menor al pagado en 2025.

Escenario fiscal 2025

Bajo este escenario, desde ANIF proyectamos que el recaudo tributario neto del Gobierno Nacional Central (GNC) será de \$271,3 billones este año, es decir, \$10 billones por debajo del estimativo inicial, y \$2,4 billones por encima de nuestra proyección a comienzos del año. Así, los ingresos totales del Gobierno serán \$305,1 billones, cifra inferior a los \$309,2 billones esperados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP).

Por el lado del gasto, el primario ascenderá a \$359,2 billones, por encima de lo esperado por el Gobierno en el MFMP 2025 (\$353,1 billones). De manera que el balance primario tendría un déficit de 2,9% del PIB.

Por su parte, el gasto en intereses de deuda se reduciría gracias a las operaciones de manejo de deuda

del Gobierno. Desde ANIF estimamos que el ahorro en intereses sería cercano a los \$20,9 billones, lo que generaría un menor gasto (\$60,5 billones). Si bien estas operaciones de manejo de deuda han sido exitosas en reducir los saldos de la deuda en esta vigencia, por la naturaleza de las operaciones de canjes de títulos, los cupones a los que se están entregando nuevos títulos son mayores, lo que podría generar presiones adicionales en el pago de intereses en el mediano y largo plazo.

De esta manera, el balance fiscal del Gobierno para cierre de 2025 sería de -6,2% del PIB, por debajo del -7,1% del PIB estimado en el MFMP, en buena parte atribuible a las operaciones de manejo de deuda y mayores recursos de capital por cuenta de reintegros por un valor cercano de 0,3% del PIB. Nuestra proyección de 6,2% del PIB coincide con la versión más reciente del Documento Técnico de Perspectivas Fiscales del CARF², aunque con diferencias en los estimativos de ingresos y gastos.

Tabla 1. Proyecciones escenario fiscal 2025

	Proyecciones Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central 2025						
	Marco Fiscal 2025		Inicial MM	ANIF actual		CARF Nov. 2025	
	MFMP	% del PIB		MM	% del PIB	MM	% del PIB
Ingreso total	309,276	16.7%	298,065	305,138	16.4%	306,966	16.5%
Tributarios	281,4	15.2%	268,913	271,306	14.6%	273,091	14.7%
No tributarios	1,232	0.1%	1,232	1,232	0.1%	1,276	0.1%
Fondos Especiales	4,352	0.2%	4,352	4,352	0.2%	4,352	0.2%
Recursos de capital	22,248	1.2%	22,248	28,248	1.5%	28,248	1.5%
Gasto total	438,894	23.6%	438,895	419,71	22.6%	421,793	22.7%
Intereses	85,773	4.6%	85,773	60,5	3.3%	59,547	3.2%
Gasto primario	353,122	19.0%	353,122	359,21	19.4%	362,246	19.5%
Balance Primario	-43,846	-2.4%	-55,057	-54,072	-2.9%	-55,28	-3.0%
Balance total	-129,618	-7.0%	-140,83	-114,572	-6.2%	-114,827	-6.2%

Fuente: cálculos ANIF. Las cifras como porcentaje del PIB se calculan con base en nuestra estimación de PIB nominal.

² El documento del CARF puede consultarse en: [enlace CARF](#)

Diciembre 9 de 2025

Escenario fiscal 2026

Desde ANIF estimamos que el recaudo tributario neto ascienda a los \$299 billones de pesos, lo que representaría un incremento del recaudo de 10,2% frente al año 2025. Con esto, los ingresos totales del GNC serían de \$327,8 billones, \$31 billones por debajo de los ingresos esperados por el Gobierno en la actualización del Plan Financiero del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2026 (\$358,8 billones), que incorpora el recaudo adicional de la Ley de Financiamiento en su versión original.

Esperamos que el gasto primario ascienda a \$388 billones, es decir, lo que llevaría al déficit primario al -3,0% del PIB, cifra superior al -2,0% que se determinó en el CONFIS. Lo anterior bajo un escenario en el que no se aprueba la Ley de Financiamiento en su versión más reciente y, por ende, el Gobierno deba recortar \$16,3 billones de gasto. En cuanto al gasto total del GNC, este as-

cendería a \$468 billones, con unos pagos de intereses de \$80 billones. Si bien, las operaciones de manejo de deuda podrían generar presiones fiscales en el pago de intereses en 2026, se espera que la Dirección de Crédito Público continúe con estas operaciones, lo que seguiría aliviando la carga de intereses en el corto plazo.

Bajo este panorama, el déficit fiscal del año 2026 sería de 7,0% del PIB, superando el 6,2% proyectado para el 2025 y la meta establecida por el Gobierno de 6,2% del PIB.

Consideraciones finales

Los compromisos del Gobierno deben centrarse en la adopción de medidas estructurales para disminuir las inflexibilidades de gasto y aumentar ingresos. Decisiones como la activación de la cláusula de escape de la regla fiscal sin la justificación clara

Tabla 2. Proyecciones escenario fiscal 2026

Proyecciones Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central 2026						
	Plan Financiero 2026 (PGN)		ANIF		Escenario CARF PGN aprobado	
	MFMP	% del PIB	MM	% del PIB	MM	% del PIB
Ingreso total	358,835	18.0%	327,85	16.4%	318,724	15.9%
Tributarios	328,056	16.4%	299	15.0%	289,875	14.5%
No tributarios	1,356	0.1%	1,356	0.1%	1,356	0.1%
Fondos Especiales	5,126	0.3%	5,126	0.3%	5,126	0.3%
Recursos de capital	24,297	1.2%	22,368	1.1%	22,368	1.1%
Gasto total	478,463	23.9%	468	23.4%	476,231	23.8%
Intereses	81,651	4.1%	80	4.0%	81,236	4.1%
Gasto primario	396,812	19.9%	388	19.4%	394,995	19.8%
Balance Primario	-37,977	-1.9%	-60,15	-3.0%	-76,271	-3.8%
Balance total	-119,628	-6.0%	-140,15	-7.0%	-157,507	-7.9%

Fuente: cálculos ANIF. Las cifras como porcentaje del PIB se calculan con base en nuestra estimación de PIB nominal. Las cifras del Plan Financiero corresponden al anteproyecto.

Diciembre 9 de 2025

de un evento macroeconómico adverso o la estrategia de las operaciones de manejo de deuda que podrían aumentar las presiones fiscales en el largo plazo, van en contravía con el objetivo de mejorar las finanzas públicas y alcanzar su sostenibilidad.

El buen manejo de la política fiscal es clave para la estabilidad macroeconómica del país, mejorar su perfil crediticio ante los mercados financieros y acceder a estos de manera más fácil y con menores costos.

Diciembre 9 de 2025

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

	21 noviembre 2025	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)	219.833	13,4	10,9	17,2	10,0
2. Base monetaria (B)	179.768	14,5	13,8	14,8	9,9
3. Efectivo	140.093	16,1	18,1	20,6	16,5
4. Cuentas corrientes	79.739	8,9	-0,9	11,4	0,7
5. Cuasidineros	672.391	10,4	10,4	10,5	6,9
6. Total ahorro bancos comerciales	328.445	10,5	9,6	9,3	8,2
7. CDTs	343.944	10,2	11,2	11,7	5,7
8. Bonos	19.457	-13,1	-12,9	-16,1	-23,7
9. M3	943.385	10,3	10,3	11,3	6,8
10. Cartera total	683.656	7,0	6,7	6,1	2,2
11. Cartera moneda legal	668.937	7,8	7,3	6,3	1,9
12. Cartera moneda extranjera	14.719	-19,5	-17,1	-3,0	14,1
13. TES ⁽²⁾	28-Nov-25 705.436	22,2	21,0	17,7	16,0
14. I.P.C. Nov		5,30	5,51	5,10	5,20
15. IPC sin alimentos Nov		5,25	5,25	4,85	5,88
16. IPC de alimentos Nov		5,74	6,64	6,13	2,34
17. TRM (\$/US\$) Dic5	3.757,92	-15,07	-12,27	-4,35	10,62

VALORES ABSOLUTOS

18. Reservas internacionales ⁽³⁾		65.874	66.037	65.289	62.514
19. Saldo de TES (\$MM)		703.167	685.998	651.581	573.219
20. Unidad de Valor Real (UVR) Dic5		\$ 396,7	\$ 395,9	\$ 393,9	\$ 376,4
21. DTF efectiva anual 8-dic/14-dic		8,65	8,70	8,75	9,20
22. Tasa interbancaria efectiva Dic5		9,18	9,24	9,25	9,76

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

FECHAS CLAVE Diciembre 8 al 12 de 2025

LUNES 8

COL: Festivo Inmaculada Concepción
China: Balanza comercial, nov

MARTES 9

Chile: Balanza comercial, nov
México: Inflación, nov

MIÉRCOLES 10

EE.UU: Decisión de tasa de interés
Brasil: Inflación, nov
Brasil: Decisión de tasa de interés
Canadá: Decisión de tasa de interés
China: Inflación, nov

JUEVES 11

Internacional: Reporte mensual OPEP

VIERNES 12

Perú: Decisión de tasa de interés