

07 de septiembre de 2026

PGN de 2027 supone el peor escenario fiscal posible con déficit fiscal en 9.4%, máximo histórico. Ahora, las sorpresas fiscales pueden ser favorables.

- El proyecto del PGN de 2027 del nuevo Gobierno sinceró las cuentas fiscales del país con un aumento de \$60 B hasta \$635 B (31.6% del PIB), un máximo histórico.
- Las presiones de gasto también son mayores en 2026 y, con base a esto, el Gobierno espera tomar acciones para corregir el rumbo. El déficit fiscal sería de 7.2% del PIB este año, incorporando un recorte de gasto de \$21.9 B, \$16.3 B exigidos por ley y \$5.6 B discrecionales.
- Para atender mayor desbalance fiscal de 2026, Hacienda aumentó cupo de emisiones de TES en \$25 B y volvería a los mercados internacionales con emisión de bonos globales por cerca de USD3,000 M.
- Dada la retadora situación fiscal, la atención del terremoto contará en 2026 con un presupuesto inicial de \$4.1 B de los cuales, apenas 15% se financiaría con deuda. Así, atención no comprometería las finanzas públicas y se apoyaría, en gran medida, en el sector privado.
- PGN de 2027 sincera el gasto y supone un escenario inercial (inacción) de déficit fiscal de 9.4%. Estrategia de Hacienda de plantear el peor escenario fiscal, permitiría que éxito de acciones se traduzca en mejores números fiscales y noticias potencialmente favorables.
- El Gobierno presentará un la Ley de Ajuste Fiscal para reducir el déficit en 2.2% del PIB en 2027. Corrección del déficit podría ser mayor si el Gobierno emplea más medidas.
- Desde 2026, Crédito Público trabajará por reducir las amortizaciones de 2026 y 2027.
- Con un déficit fiscal de 9.4% del PIB en 2027, máximo histórico, emisiones internas serían de \$150 B y externas de USD26,100 M, también máximos. Si plan de ajuste es exitoso emisión de deuda podría bajar en hasta \$90 B.

El nuevo Gobierno radicó en el Congreso el proyecto del Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2027 casi \$60 B por encima del que había radicado la anterior administración. El aumento se dio por el reconocimiento de las mayores presiones de gasto en pensiones, salud, nómina, FEPC y otros, pero también por el supuesto de que no se realizarían acciones para reducir el gasto en amortizaciones de 2027. Esto último, sumado al sinceramiento de las otras partidas de gasto, deja en evidencia que la estrategia del Gobierno es presentar un proyecto en el que no se incorporan acciones para cambiar el rumbo heredado de las finanzas públicas, es decir, el escenario inercial, o el peor escenario posible. La senda inercial de las finanzas públicas llevaría el déficit fiscal en 2027 a 9.4% del PIB, un máximo histórico. A partir de este punto, el Gobierno buscaría tomar acciones para hacer un ajuste fiscal, que como se ha sugerido, podría rondar los \$45 B o 2.2% del PIB, lo que permitiría que el déficit esté más cerca de 7.2% del PIB en 2027.

Gráfico 1: Balance fiscal primario GNC (% del PIB)

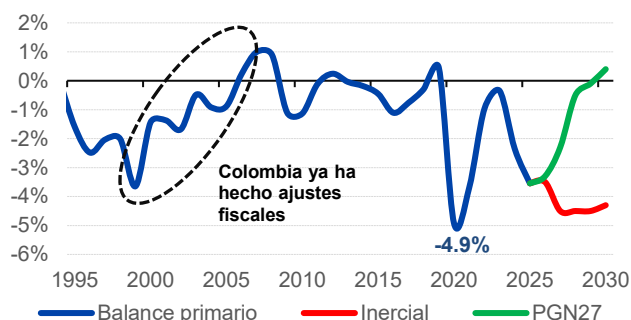
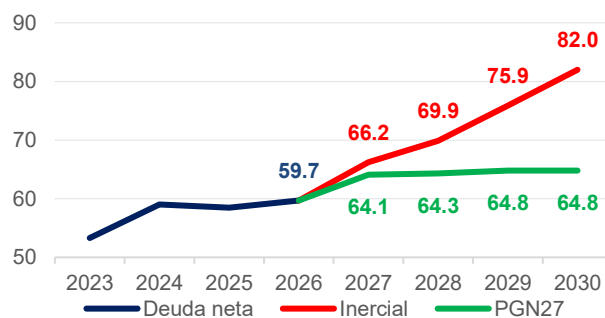


Gráfico 2: Deuda neta del GNC (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Nuevo escenario económico de Hacienda es cauto en crecimiento, pero optimista en inflación de 2027

La cautela del Ministerio de Hacienda parte de los supuestos macroeconómicos, previendo un menor dinamismo de la actividad. La expectativa de crecimiento económico de 2027, clave en la estimación de recaudo tributario, está por debajo de lo esperado por el consenso de analistas y hasta del equipo técnico del Banco de la República (BR) que, hasta el momento, era el más pesimista en este frente. Así, una sorpresa positiva en actividad podría significar mayores ingresos e incluso mejoras en las métricas fiscales que se encuentran en función del PIB como el déficit fiscal y la deuda.

En cuanto a inflación, la expectativa de 2027 anticipa un aumento del salario mínimo limitado. Si la inflación finaliza 2026 en 6.8% como anticipa Hacienda, se podría esperar un ajuste salarial para 2027 entre 8% y 9% que, de ser así, podría respaldar la expectativa de inflación de cierre de 2027 de 4.4%. Además, la proyección de una tasa de cambio promedio de \$3,361 para el otro año también implicaría menores presiones inflacionarias dado el menor precio de los importados.

Gráfico 3: Supuestos macroeconómicos 2026 y 2027

Supuestos		2026		2027		Consenso	
		MFMP 2026	PGN 2027	MFMP 2026	PGN 2027	2026	2027
Crecimiento	%YoY	2.6%	2.5%	2.2%	1.8%	2.4%	2.3%
Nominal	%YoY	9.0%	8.6%	5.8%	5.6%	7.5%	7.0%
Inflación	%YoY	6.0%	6.8%	4.4%	4.4%	6.7%	5.0%
Deflactor PIB	%YoY	6.2%	6.0%	3.5%	3.7%	5.0%	4.6%
Tasa de cambio	USD/COP	3,757	3,433	3,859	3,361	3,708	3,768
Déficit fiscal	% del PIB	-5.3%	-7.2%	-4.5%	-9.4%	-6.7%	-6.0%
Balance primario	% del PIB	-2.1%	-3.3%	-0.5%	-4.5%		
Deuda neta GNC	% del PIB	58.9%	59.7%	58.9%	66.2%		
Petróleo Brent	USD barril	85.5	85.5	74.9	74.9	87.0	69.0
Cuenta corriente	% del PIB	-2.2%	-2.6%	-2.0%	-2.3%	-2.6%	-2.9%

Fuente: MinHacienda, FocusEconomics, EIA. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá. *MFMP2026: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2026; **PGN 2027: Proyecto de Presupuesto General de la Nación -PGN- de 2027.

En lo que concierne a tasa de cambio, la previsión de una extensión de la tendencia de fortalecimiento del peso colombiano en 2027 podría incorporar: 1) la continuada debilidad del dólar a nivel global; 2) una baja percepción de riesgo país con la política económica del nuevo Gobierno; y 3) altos montos de monetización de parte de Hacienda por la mayor consecución de recursos en el exterior. Esta variable es clave en la medida que impacta el pago de intereses y las métricas de deuda neta de la Nación. De hecho, también influye en el recaudo de impuestos por importaciones y algunos rubros de renta. Por último, en el documento no se contó con detalle sobre precios del petróleo, por lo que se supone un escenario de precios similar al que asumía la anterior administración.

Como alertó IE, el cierre de 2026 contará con mayores presiones de gasto, llevando el déficit fiscal a 7.2% del PIB, incorporando ya un recorte de \$21.9 B: \$16.3 B exigidos por ley y \$5.6 B discrecionales

En el análisis del Marco Fiscal ([informe](#)), IE alertó sobre la posibilidad de un déficit primario, que no es más que la diferencia entre ingresos y gastos del Gobierno excluyendo el pago de intereses, de -3.5% del PIB en 2026 y no -2.1% del PIB como incorporaba el Marco Fiscal. La diferencia recaía en el reconocimiento de mayores gastos por la elevada ejecución presupuestal y la ausencia de medidas de ajuste de gasto de la anterior administración. El Gobierno de A. De la Espriella confirmó la alerta de IE, esperando un déficit primario de -3.3% del PIB. La diferencia recae en que IE contemplaba únicamente el recorte de gasto de \$16.3 B exigido por ley tras la no aprobación de la Ley de Financiamiento y la caída de la emergencia económica de finales de 2025. No obstante, la nueva directriz de Hacienda añadió un recorte discrecional de \$5.6 B, lo que totaliza \$21.9 B y explica la leve sorpresa favorable frente al escenario de IE.

Para IE, la factibilidad del recorte adicional del gasto planteado por el nuevo Gobierno en 2026 dejará entrever su nivel de compromiso con reducir el gasto, una de las principales propuestas de campaña, y que según medios se haría en un decreto próximo a publicarse.

Ahora bien, lo anterior se vio contrarrestado por el sinceramiento del gasto de intereses que, también, IE alertó ([informe](#)). Entre el Marco Fiscal y esta versión del PGN, Hacienda elevó el supuesto de gasto en intereses de 3.2% a 3.8% del PIB en 2026 y, para 2027, el gasto en intereses alcanzaría el 4.5% del PIB, un máximo reciente.

Gráfico 4: Escenario fiscal 2026 (\$ B)

Concepto	2025	\$ billones			% PIB		
		MFMP 2026	PGN 2027	Diferencia	MFMP 2026	PGN 2027	Diferencia
Ingresos	302.8	325.3	323.5	-1.8	16.2%	16.1%	-0.1%
Tributarios	271.9	294.3	291.2	-3.1	14.6%	14.5%	-0.2%
DIAN	270.6	292.9	289.9	-3.0	14.6%	14.4%	-0.2%
Emergencia Econo.	0.0	8.7	8.7	0.0	0.4%	0.4%	0.0%
No DIAN	1.3	1.4	1.4	0.0	0.1%	0.1%	0.0%
Resto	30.8	31.0	32.3	1.3	1.5%	1.6%	0.1%
Gastos	420.6	431.8	467.5	35.7	21.5%	23.2%	1.8%
Intereses	52.1	65.1	76.7	11.6	3.2%	3.8%	0.6%
Gasto primario	368.6	366.7	390.9	24.2	18.2%	19.4%	1.2%
Balance Primario	-65.8	-41.4	-67.4	-26.0	-2.1%	-3.3%	-1.3%
Balance Total	-117.8	-106.5	-144.0	-37.5	-5.3%	-7.2%	-1.9%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Acá, vale la pena recordar que la reciente caída del gasto en intereses se explicó, en gran medida, por el efecto contable que generaron las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD). En 2025, Crédito Público realizó OMD en las que intercambió títulos de deuda descontados (tasas bajas) por títulos de deuda primados (tasas altas), lo que permitió reducir el saldo nominal de la deuda en \$21.6 B (1.2% del PIB). Bajo la metodología de contabilidad fiscal, la reducción del saldo nominal de la deuda se tradujo, contablemente, en un menor gasto en intereses (Gráfico 5). Al excluir el efecto contable de las OMD, el gasto de intereses es mayor, como lo confirmó Hacienda.

Así, para el cierre de 2026, el Gobierno hace un esfuerzo adicional para reducir el gasto primario (funcionamiento e inversión) pero deja claro que no realizará OMD para reducir contablemente el gasto en intereses.

Gráfico 5: Pago en intereses del GNC (% PIB)

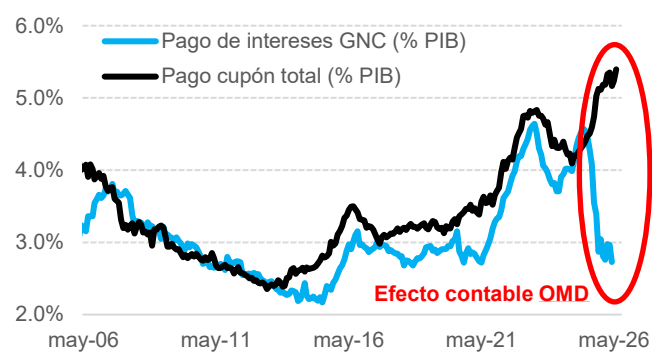
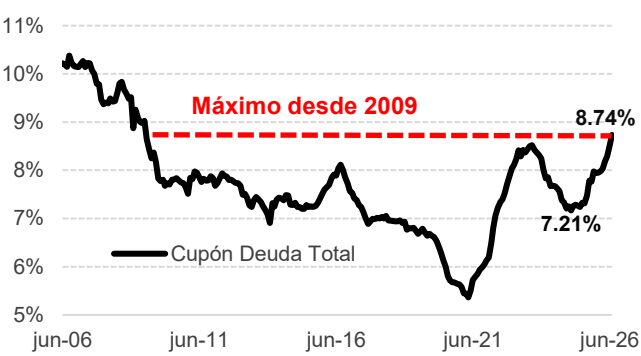


Gráfico 6: Cupón promedio deuda pública (%)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Finalmente, para 2026 el Gobierno revisó a la baja la meta de recaudo tributario en \$3.1 B explicada, en gran medida, por el menor recaudo de impuestos externos por la sorpresiva y acentuada apreciación de la moneda local, sumado a un posible incumplimiento de la meta de recaudo de las emergencias económicas de la anterior administración. Eso sí, el impacto en los ingresos totales de la Nación es contenido por la revisión al alza de los ingresos de capital donde destacan mayores recursos provenientes de reintegros de la SAE y otras entidades.

Por lo pronto, las metas de ingresos y gastos son acordes con las planteadas por IE por lo que, para lo que resta del año, no se anticipa un sesgo de cara a la expectativa de déficit primario y total de -3.3% y -7.2% del PIB para 2026, respectivamente. Eso sí, si llegan a existir noticias, podrían ser favorables.

Para atender mayor desbalance fiscal de 2026, Hacienda aumentó cupo de emisiones de TES en \$25 B y volvería a los mercados internacionales con emisión de bonos globales por cerca de USD3,000 M

La actualización del Fuentes & Usos (F&U) para 2026 reveló los lineamientos de la estrategia de financiación del Gobierno. Por un lado, la nueva directriz de Crédito Público aumentó los desembolsos en 70% en mercados internos y 20% para mercados externos, reflejando una preferencia más alta por emisiones externas en comparación a la anterior administración.

Lo anterior es consistente con un aumento del cupo de colocaciones de TES para 2026 de \$85.25 B a \$110.25 B, un máximo reciente, además de un incremento en los desembolsos externos por \$10 B (USD3,300 M aproximadamente) frente a lo presupuestado en el Marco Fiscal que, según declaraciones de C. Arias, nuevo director de Crédito Público, sería a través de una emisión de Yankees por cerca de USD3,000 M y recursos adicionales con multilaterales por alrededor de USD300 M. Esto, para atender el mayor déficit primario, el mayor gasto de intereses y, en menor medida, mayores amortizaciones de deuda. Eso sí, para no aumentar más el endeudamiento, se revisó a la baja la expectativa de caja de cierre de año en casi \$2.0 B.

Un aspecto relevante del F&U es la revisión a la baja del financiamiento a través de operaciones de tesorería. El menor uso de esta fuente sugiere que Crédito Público prefiere moderar la utilización de TCO para financiamiento, así como del uso de excedentes de liquidez de los fondos administrados por la entidad. No obstante, que se mantenga en terreno positivo, significa que seguirán siendo fuentes de financiación, solo que no en montos tan elevados como lo había estipulado la anterior administración.

Otro aspecto relevante es que el supuesto de ajustes por causación aumenta en algo más de \$12 B, sugiriendo que las emisiones de TES seguirán dándose en títulos primados (alto cupón) y que las OMD para reducir el saldo nominal de la deuda quedan atrás.

Por ahora, en una reunión con Creadores de Mercado, Crédito Público adelantó que los títulos *on the run* de las subastas de TES tasa fija (2030, 2035, 2040 y 2058) y UVR (2031, 2041, 2055 y 2062) se mantienen. También que las mega subastas quedan atrás. Los montos iniciales a subastar de TES tasa fija y UVR serán de \$1.4 B y \$0.6 B, respectivamente, con cláusulas de sobre adjudicación de 30/50/100% y no competitiva de 100%, como era antes. En cuanto a los TCO, el monto de las subastas se mantiene en \$0.9 B pero, ahora, se añaden cláusulas de sobre adjudicación en la opción competitiva de 30/50%.

Gráfico 7: Fuentes y usos 2026 Marco Fiscal de Mediano Plazo 2026 vs. Proyecto PGN 2027 (\$ MM)

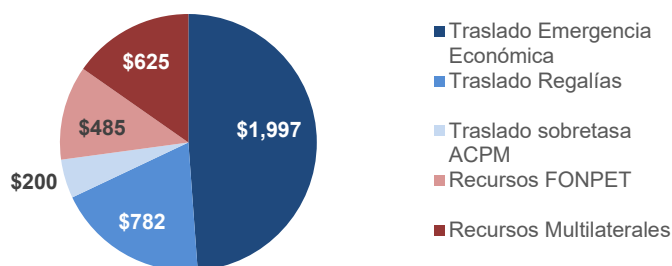
	MFMP 2026		PGN 2027		Δ		MFMP 2026		PGN 2027		Δ
	USD M	\$MM	USD M	\$MM			USD M	\$MM	USD M	\$MM	
FUENTES	11,393	150,476	13,403	186,242	35,766	USOS	10,473	150,476	10,750	186,242	35,766
Desembolsos		116,047		151,047	35,000	Déficit a financiar		106,479		143,996	37,517
Externos	8,294	30,797	11,884	40,797	10,000	Balance primario		41,400		72,365	30,965
Bonos	4,893	18,169	8,483	28,169	10,000	Intereses internos		55,831		62,277	6,446
Multilaterales	2,401	8,915	2,401	8,915	0	Intereses externos	2,275	9,248	2,524	9,354	106
Comerciales y otros	1,000	3,713	1,000	3,713	0	Otros USD	400	1,503	400	1,373	-130
Internos		85,250		110,250	25,000	Amortizaciones		14,647		14,875	228
TES						Externas	2,791	10,280	2,791	10,130	-150
Subastas		61,000		86,000	25,000	Internas		4,367		4,745	378
TES Verdes		2,000		2,000	0	Pago obligaciones		439		439	0
Entidades Públicas		22,250						0			
Bonos pensionales		0		22,250	0	Operaciones de Tesorería		21,805		21,805	0
Pagos de obligaciones con TES		0				Prepago globales	4,662	18,182	4,662	18,182	0
Colocaciones directas						Prepago TES				3,623	3,623
Operaciones de Tesorería	17,851		6,194		-11,657						
TCO		2,225		2,225	0						
Fondos Administrados		8,857		3,969	-4,889						
Otras	1,801	6,768		0	-6,768						
Ajustes por causación (incluye ot	-1,047	-9,642	-1,047	2,781	12,423						
Disponibilidad inicial		26,220		26,220		Disponibilidad final		7,107		5,128	-1,979
En pesos		17,410		17,410		En pesos		5,810		3,846	-1,964
En dólares	2,345	8,810	2,566	8,810		En dólares	345	1,297	373	1,282	-15

Fuente: MinHacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá. *MFMP: Marco Fiscal Mediano Plazo. En rojo cifras estimadas.

Dada la retadora situación fiscal, la atención del terremoto contará en 2026 con un presupuesto inicial de \$4.1 B de los cuales, apenas un 15% se financiará con deuda.

El 29 de agosto, en el marco de la Convención Bancaria, el ministro de Hacienda, M. Gómez, reveló que el Gobierno atenderá los efectos inmediatos del terremoto, sin deteriorar la situación de las finanzas públicas. Esto es consistente con el hecho de iniciar con una asignación presupuestal moderada, de apenas \$4.0 B, que irá aumentando vigencia a vigencia según la emergencia lo demande. El monto es bajo ya que, como lo mencionó el ministro, se espera que la reconstrucción de varias zonas se dé mediante incentivos al sector privado y alianzas público-privadas (APP) que limiten la presión fiscal que la emergencia exige.

Gráfico 8: Fuentes iniciales financiar el Fondo Milagro para la atención del terremoto (\$ MM)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Por si fuera poco, las fuentes de financiación de los \$4.1 B se centraron más en reasignaciones presupuestales que en consecución de nueva deuda, algo fiscalmente responsable. Al final, la declaración de desastre natural le permite al Gobierno reorientar partidas presupuestales para atender la emergencia y no acudir a los mercados a conseguir recursos. Por ahora, el único recurso de deuda usado es la línea de crédito con el Banco Mundial.

Para 2027, IE prevé que la estrategia para atender el terremoto también podría basarse en reorientación de partidas presupuestales. Lo anterior se basa en que, del aumento de \$59.2 B entre el proyecto de PGN de 2027 del anterior y el nuevo Gobierno, \$37.4 B se hicieron en el gasto servicio de deuda. De estos, casi \$30 B se explicaron por el supuesto de que el Gobierno no haría *roll-over* de deuda a los vencimientos de deuda interna del otro año por más de \$42 B. El anterior Gobierno suponía un *roll-over* de \$29 B. Con esto, IE supone que, si al final, el Gobierno termina haciendo *roll-over* de deuda, las partidas presupuestales asignadas al pago de amortizaciones se liberarían y, con ellas, por ejemplo, el Gobierno podría atender el terremoto. Dado esto, para IE, se podría inferir que el PGN implícitamente incorpora alternativas de financiación para la atención del terremoto.

PGN de 2027 sincera partidas de gasto y supone un escenario inercial (inacción) de déficit fiscal de 9.4% del PIB. Estrategia de Hacienda apunta al peor escenario fiscal posible y, de ahí, emprender acciones.

Entre el proyecto de PGN de 2027 presentado por la administración anterior y el propuesto por De La Espriella, como se mencionó, hubo una revisión al alza de \$59.3 B hasta \$634.9 B. El ajuste se explicó por un mayor reconocimiento de gasto en servicio de la deuda, que aumentó en \$37.4 B bajo el supuesto de no hacer *roll-over* de deuda y el sinceramiento del gasto de intereses. A este se sumó el mayor presupuesto para gasto de personal, que aumentó en \$4.5 B y, frente a 2026, representa un aumento anual de 8%. Esto último sugiere, primero, que el incremento trae implícito una expectativa de ajuste del salario mínimo de 8% y no 1.4% como había estipulado el anterior Gobierno; y segundo, que el proyecto de PGN no trae incorporado (por ahora) un recorte de la nómina.

En tanto, otra partida de aumento fue el de gasto en pensiones, con \$6.5 B, probablemente reconociendo el impacto del fuerte incremento del salario mínimo, así como de los desafíos con los temas de deslizamiento. Por su parte, las transferencias al sector salud aumentaron en \$2.0 B, justificado en los cálculos desfasados de la UPC. Por otro lado, se incluyó el pago del FEPC por \$9.6 B, pues antes se había contabilizado su pago a través de TES. Finalmente, se sinceraron las transferencias al sector de la educación y otras. Eso sí, el aumento no fue mayor ya que el PGN ajustó a la baja, en \$3.0 B, la destinación de inversión.

Como se evidencia, el escenario plantado por Hacienda es el inercial, es decir, en el que no se toman acciones correctivas y la senda fiscal mantiene su tendencia. Tan contundente es el supuesto de inercialidad que, de los casi \$60 B de aumento del PGN, \$30 B se explican por el sinceramiento de varias partidas de gasto ya

mencionadas y otros \$30 B del supuesto de que en 2026 el Gobierno no toma acciones para reducir las amortizaciones de la deuda de 2027, algo inusual y que corresponde entonces a la estrategia de Hacienda de mostrar un escenario en el que no realizan operaciones de manejo de deuda. Reducir las amortizaciones, como se ha hecho habitualmente, debería traducirse en un menor PGN, lo que abriría espacio al Gobierno para mejorar sus números fiscales, o como se mencionó redirigir recursos para atender el terremoto.

Gráfico 9: Diferencias entre proyecto de PGN según Gobierno (\$ B y % del PIB)

Rubro del PGN	PGN 2027 G. Petro	PGN 2027 ADLE	Diferencia	PGN 2027 ADLE (% PIB)
Funcionamiento	367.7	393.6	25.9	19.6%
Gasto en personal	67.7	72.3	4.5	3.6%
Adquis. Bienes y Servicios	17.9	17.9	0.0	0.9%
Transferencias	277.2	297.6	20.3	14.8%
SGP	96.1	96.1	0.0	4.8%
Pensiones	89.5	96.0	6.5	4.8%
Salud	49.9	51.9	2.0	2.6%
Inst. Educación Superior	10.9	11.7	0.8	0.6%
Sentencias	2.5	2.5	0.0	0.1%
FOMAG	5.1	5.1	0.0	0.3%
FEPC	0.0	9.6	9.6	0.5%
Resto de transferencias	23.1	24.6	1.5	1.2%
Gasto de comercialización y producción	2.3	2.3	0.0	0.1%
Adquis. Activos financieros	0.8	0.9	0.1	0.0%
Disminución de pasivos	0.4	0.4	0.0	0.0%
Tributos, multas, sanciones, intereses e	1.4	1.4	0.0	0.1%
Inversión	90.0	87.0	-3.0	4.3%
Servicio de la Deuda	118.0	155.4	37.4	7.7%
Total PGN	575.7	636.0	60.3	31.6%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Como parte del debate del PGN en el Congreso, Gobierno presentará Ley de Ajuste Fiscal para reducir el déficit en 2.2% del PIB.

El ministro de Hacienda anunció que presentará una Ley de Ajuste Fiscal para reducir el déficit fiscal en 2.2% del PIB en 2027, un monto cercano a \$45 B. Para IE, la Ley sería una combinación entre medidas de ajuste de gasto y eliminar tratamientos diferenciales en el estatuto tributario, por ejemplo, en IVA. Según Hacienda, el potencial recaudo por cambios a los tratamientos diferenciales en el estatuto tributario ronda 8.9% del PIB. Así, el contenido y la aprobación de la Ley serán fundamentales para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Sin embargo, el ajuste fiscal del siguiente año podría ser mayor. Por un lado, la expectativa de un recaudo tributario de \$296.7 B (14% del PIB) para 2027 luce conservadora si se tiene en cuenta que prevé un crecimiento económico de 1.8%, que podría sorprender al alza y, de ser así, traducirse en mayores impuestos. En tanto, si la construcción, la manufactura y el sector minero-energético gozan de una mejor dinámica económica, incentivados por un nuevo rumbo en las políticas públicas, el recaudo también podría ver algo de tracción.

Por su parte, el gasto en intereses podría ser menor al pronosticado. Un ajuste del salario mínimo de un solo dígito, de 8% como implícitamente incorpora el PGN, podría llevar a una reducción de las expectativas de inflación y de tasa de interés, moderando el costo de financiación e incluso, los gastos indexados al IPC. Además, esta política también serviría para contener el gasto en pensiones y la nómina estatal. En tanto, de aprobarse la Ley de Ajuste Fiscal, la potencial reducción de la prima de riesgo también favorecería una reducción de los costos de financiación. En tanto, la realización de OMD que permitan reducir el cupón de la deuda ([informe](#)), igualmente podrían aportar.

Por lo tanto, queda en evidencia que la estrategia de Hacienda por fijar como referencia el peor escenario posible, deja el camino abierto para que los avances en materia de ajuste de gasto o ingresos, mejor escenario macroeconómico o avances en la confianza y su impacto económico, se traduzcan en sorpresas fiscales favorables. Esta estrategia es la opuesta a la de la administración anterior, que en sus presupuestos incorporaba implícitamente el éxito de reformas de ingreso o ajustes de gasto, que al no materializarse, resultaba en noticias negativas.

Con un déficit fiscal de 9.4% del PIB en 2027, máximo histórico, emisiones internas serían de \$150 B y las externas de USD26,100 M, también máximos. En un buen escenario, el cupo de emisiones bajaría \$90 B.

Con la publicación del PGN, el mercado quedó impactado con la noticia de que, en 2027, la oferta de TES superaría \$150 B y que la consecución de recursos en el exterior sería de más de USD26,000 M. Sin embargo, para IE, ambas referencias serían los techos de colocación y los montos podrían ceder si se logra implementar el plan de ajuste del Gobierno.

Por un lado, el PGN de 2027 supone que el Gobierno no hará *roll-over* a los vencimientos de deuda interna del siguiente año. La realidad es diferente pues desde finales de septiembre iniciarían las operaciones de canje de deuda, precisamente con dicho objetivo en mente. El canje del vencimiento TES UVR de marzo de 2027 por \$20 B es la prioridad. Dado el corto tiempo y alto monto, Crédito Público entregará cualquier referencia (tasa fija y/o UVR, *on y off the run*) para recoger y extinguir este papel. No obstante, en el canje del TES tasa fija de noviembre de 2027 por \$22.2 B solo se entregarán referencias tasa fija en la operación. En un escenario conservador, el Gobierno lograría reducir el pago de amortizaciones internas en por lo menos \$32 B que, de darse, se traduciría en menores necesidades de emitir TES y/o Yankees en el mismo monto.

Por su parte, la potencial aprobación de la Ley de Ajuste Fiscal reduciría el déficit a financiar en \$45 B y, en la misma magnitud, la necesidad de emitir TES y/o Yankees. Finalmente, la expectativa de gasto en intereses de casi \$105 B podría reducirse, si las condiciones de mercado mejoran en un escenario de aprobación de la Ley de Ajuste Fiscal y de incremento del salario mínimo de un solo dígito.

Gráfico 10: Fuentes y usos 2027 Marco Fiscal de Mediano Plazo 2026 vs. Proyecto PGN 2027 (\$ MM)

	MFMP 2026		PGN 2027		Δ		MFMP 2026		PGN 2027		Δ
	USD M	\$MM	USD M	\$MM			USD M	\$MM	USD M	\$MM	
FUENTES	7,963	130,367	26,373	266,278	135,911		8,545	130,367	10,047	266,279	135,912
Desembolsos		109,865		238,608	128,743			95,556		200,410	104,854
Externos	6,700	25,855	26,101	87,724	61,869	Balance primario		11,620		95,682	84,062
Bonos	2,600	10,033	16,101	54,114	44,081	Intereses internos		74,196		89,607	15,411
Multilaterales	2,600	10,033	10,000	33,610	23,577	Intereses externos	3,373	9,740	4,499	15,121	5,381
Comerciales y otros	1,500	5,788	0	0	-5,788	Otros USD	822	3,172	822	2,822	-350
Internos		84,010		150,884	66,874	Amortizaciones		26,551		57,220	30,669
TES						Externas	3,365	12,766	4,293	14,429	1,663
Subastas		60,010		114,884	54,874	Internas		13,784		42,791	29,007
TES Verdes		1,000		1,000	0	Pago obligaciones		501		500	-1
Entidades Públicas		23,000		30,000	7,000			0			
Bonos pensionales		0		4,500	4,500	Operaciones de Tesorería		0		0	0
Pagos de obligaciones con TES		500		500	0	Prepago globales	0	0		0	0
Colocaciones directas						Prepago TES				0	0
Operaciones de Tesorería		20,000		12,532	-7,468	Disponibilidad final		7,759		8,149	390
TCO		2,493		2,608	115	En pesos		5,431		6,662	1,231
Fondos Administrados		9,924		9,924	0	En dólares	985	3,802	433	1,487	-2,315
Otras	1,965	7,582		0	-7,582						
Ajustes por causación (incluye ot	-1,047	-6,606		10,010	16,616						
Disponibilidad inicial		7,107		5,128							
En pesos		5,810		4,192							
En dólares	345	1,297	273	936							

Fuente: MinHacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá. *MFMP: Marco Fiscal Mediano Plazo. En rojo cifras estimadas.

Así, en un escenario favorable, y alcanzable, las necesidades de financiación podrían reducirse en hasta \$77 B o un poco más. De ser así, por ejemplo, la emisión de TES de 2027 podría ser de \$110 B (\$40 B menos) y la de desembolsos externos de USD12,100 M (USD14,000 M menos) si todo lo mencionado se materializa. Es evidente que los ajustes ayudarían a contener las necesidades de endeudamiento, pero en todo caso estas serían altas para los patrones históricos.

En el frente externo, Crédito Público ha dejado claro que la profundidad en multilaterales es baja dadas las características de estos créditos y los tiempos de los mismos. Así, el uso del cupo se centraría en emisiones de bonos que serían, principalmente, Yankees. Dado que el gasto en intereses y amortizaciones externas serían de algo menos de USD9,000 M, se anticipan monetizaciones el año de por lo menos USD5,000 M en un escenario conservador, y de hasta USD16,000 si no se materializan los eventos mencionados previamente.

Nuestro Equipo:

Camilo Pérez	Director de Investigaciones Económicas	cperez3@bancodebogotá.com.co
Francisco Chaves	Gerente Análisis de Mercados	fchaves@bancodebogotá.com.co
Alejandro Rojas	Economista Senior Colombia	droja48@bancodebogotá.com.co
Carlos Gómez	Analista Bases de Datos	cgomez@bancodebogotá.com.co
Juan Rojas	Practicante	jroj105@bancodebogotá.com.co

Dirija sus inquietudes y comentarios a Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados:
investigaciones@bancodebogota.com.co

Balance Macroeconómico

A las variables analizadas por Investigaciones Económicas se les asigna un balance de corto y largo plazo.	▲ Alcista	- Acelerando
	△ Alcista moderado	- Creciendo
	► Estable	- Manteniéndose
	▽ Bajista moderado	- Desacelerando
	▼ Bajista	- Contrayéndose

Suscribirse a nuestros informes



Este documento ha sido realizado por los analistas de la Gerencia de Investigaciones Económicas de la Vicepresidencia de Internacional y Tesorería de Banco de Bogotá. La información contenida en el mismo está basada en fuentes consideradas confiables con respecto al comportamiento de la economía y de los mercados financieros. Sin embargo, su precisión no está garantizada y no constituye propuesta o recomendación alguna por parte de Banco de Bogotá para la negociación de sus productos y servicios. De igual forma, las opiniones expresadas no reflejan la opinión de Banco de Bogotá, por lo cual la entidad no se hace responsable de interpretaciones o de distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información y de las cifras contenidas en este informe es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

¿No desea recibir esta información? [desuscribirse aquí](#).