

Banco de Occidente

Occimpacto Fiscal:

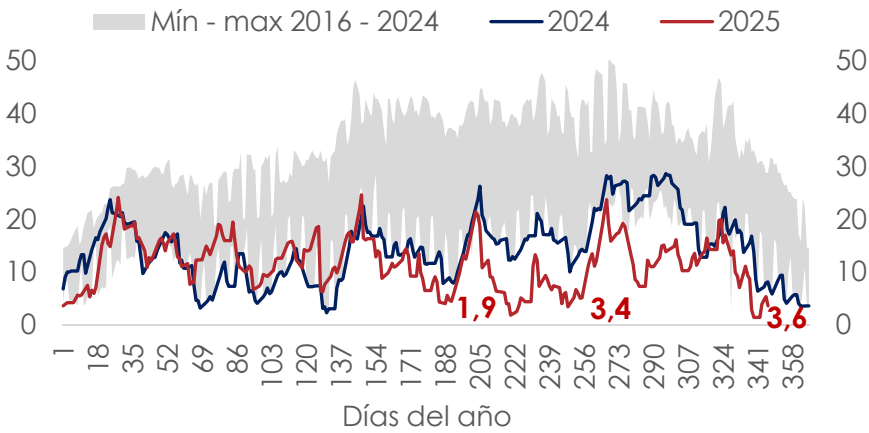
Alivio transitorio

24 de diciembre 2025

**Un cierre de año marcado por la caja.** La caja del Gobierno, que hace referencia a la disponibilidad de liquidez para pagar sus obligaciones diarias (salarios, transferencias y deuda), se convirtió este año en uno de los ejes de la agenda económica. Este indicador alcanzó mínimos no vistos en la historia (Gráfico 1), en medio de crecientes necesidades de financiamiento, déficits elevados y primas de riesgo más altas. Para hacer frente a esta situación, el Gobierno ha recurrido a todo tipo de estrategias: desde préstamos colateralizados (TRS), un mayor cupo de endeudamiento y colocaciones directas, hasta una nueva emergencia económica.

Gráfico 1: Depósitos del Tesoro en el Banco de la República

(\$ Bn de pesos a corte del 12 de dic)

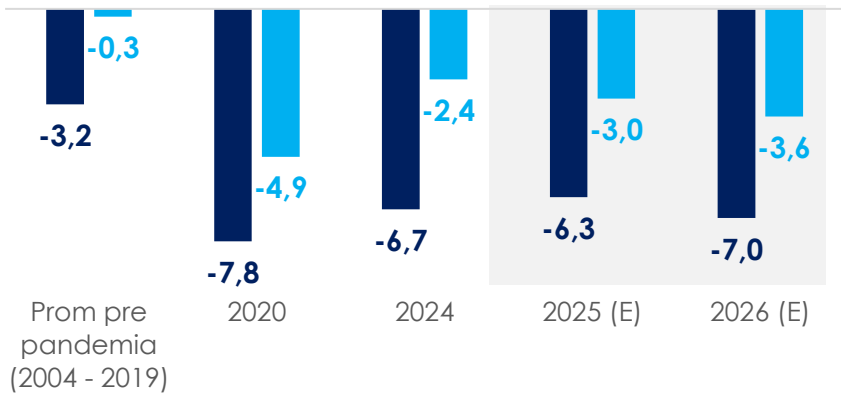


Fuente: BanRep. Occieconómicas.

**Estrategia de deuda: mejora la foto, pero no la película.** La estrategia del Gobierno ha contribuido a reducir el déficit fiscal, que pasó del 6,7% del PIB en 2024 al 6,3% del PIB esperado para 2025, una cifra incluso inferior a lo anticipado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de junio (7,1% del PIB). Asimismo, logró disminuir la deuda del 59,3% del PIB en 2024 al 57,5% en el tercer trimestre de 2025. No obstante, el déficit primario (diferencia entre ingresos y gastos sin incluir el pago de intereses, clave porque refleja si el Gobierno puede solventar su funcionamiento básico sin recurrir a más deuda) se ubica en 2,6% del PIB en el año corrido a octubre, muy por encima del 0,3% promedio antes de la pandemia (Gráfico 2). En otras palabras, el alivio es parcial y de corto plazo, mientras el problema fiscal de fondo persiste. Como consecuencia, esa fragilidad se trasladó rápidamente al mercado de deuda, que se desvalorizó de manera significativa en noviembre (43 puntos básicos frente a octubre).

Gráfico 2: Balance fiscal (% del PIB)

Balance total Balance primario



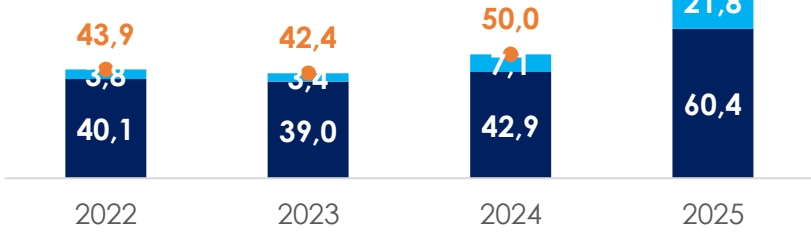
Fuente: MinHacienda. Occieconómicas.

**Una operación particular.** En medio de las desvalorizaciones, el Gobierno anunció sorpresivamente el 19 de diciembre una colocación directa de TES por \$23 billones, a una tasa promedio de 13,15%, es decir, 41 puntos básicos por encima de la observada al cierre del día anterior en las referencias emitidas. La operación permitió obtener liquidez inmediata y mejorar la caja, aunque a un mayor costo que una subasta tradicional, dada la ausencia de competidores.

**Emisiones de TES: deuda y más deuda.** Dicha operación avivó las preocupaciones sobre una emisión desbordada de deuda. De hecho, según el Plan Financiero 2025, el cupo inicial de emisión de TES se fijó en \$68,8 billones para ese año, pero fue ampliándose a lo largo del periodo hasta alcanzar \$95,8 billones. A través de subastas tradicionales, operaciones convenidas y canjes de TCOs por TES, la emisión efectiva se aproxima a \$100 billones, superando el cupo establecido (Gráfico 3). Así, el margen para seguir utilizando la deuda como válvula de corto plazo se fue estrechando.

Gráfico 3: Colocaciones de TES (\$ Bn de pesos 2025)

Subastas Convenidas Canjes Total



Fuente: MinHacienda. Occieconómicas.

**Buscando recursos debajo de las piedras.** Al no ser suficientes las estrategias de deuda, el Gobierno recurrió recientemente a la emergencia económica como mecanismo para obtener ingresos adicionales. Según el Ministerio de Hacienda, el ajuste se concentraría en un impuesto al patrimonio más progresivo y en el aumento de la sobretasa al sector financiero (del 5% al 15%), con un recaudo esperado cercano a \$4 billones. No obstante, es probable que la Corte Constitucional lo declare inexecutable por falta de hechos sobrevenientes e inesperados que perturben el orden económico, social o ecológico.

**Un problema que se sigue cocinando.** Si la Corte tumba el decreto, el Gobierno deberá devolver los recursos recaudados. Sin embargo, al igual que ocurrió con las regalías hace unos meses, podría permitir que dichos montos se descuenten en declaraciones futuras, trasladando así el problema incluso a la siguiente administración.

**En síntesis.** Si bien el déficit se corrige en 2025, este se mantiene elevado e incluso se espera que aumente en 2026 hasta 7,0% del PIB, mientras el déficit primario continúa deteriorándose. Las tasas de deuda, aunque han disminuido, permanecen en niveles persistentemente altos. Por su parte, la emergencia económica, lejos de constituir una solución definitiva, enfrenta límites legales. En síntesis, hubo un alivio inmediato, pero el problema fiscal de fondo persiste.

Juan Pablo Barney  
Gerente de Tesorería  
jbarney@bancodeoccidente.com.co

David Cubides  
Economista Jefe  
dcubides@bancodeoccidente.com.co

Luis Fernando Insignares  
Director Nacional Mesa de Clientes  
linsignares@bancodeoccidente.com.co

Camilo Arboleda  
Especialista investigaciones económicas  
barboleda@bancodeoccidente.com.co

Diego Robayo  
Analista Sr. Investigaciones Económicas  
drobayo@bancodeoccidente.com.co

Jenny Moreno  
Analista Sr. Investigaciones Económicas  
jjmorenoj@bancodeoccidente.com.co

Gabriela Correa  
Practicante Investigaciones Económicas  
gcorrea@bancodeoccidente.com.co