

## Preguntas y Respuestas sobre el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2016

En virtud de la ley de 819 de 2003 de responsabilidad fiscal, cada año el Gobierno Nacional (GNC) tiene la obligación de presentar ante el Congreso el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). Este documento ha venido ganando una creciente importancia, ya que en este queda contenida la estrategia de las autoridades para el manejo de las finanzas públicas tanto en el corto plazo como en un horizonte más amplio. Así, el MFMP brinda información valiosa sobre la forma en la que el Gobierno busca cumplir con la tendencia de ajuste del déficit estructural definida en la regla fiscal.

Para este año había gran interés acerca de cómo se iban a adaptar las cuentas públicas a un entorno de reducciones adicionales en la renta petrolera y de crecimiento económico más moderado, en el que es cada vez más evidente la necesidad de efectuar reformas de carácter estructural que garanticen un manejo fiscal austero. Dada la relevancia del tema fiscal en el desempeño de la economía durante este año y los siguientes, a través de un cuestionario en este informe resaltamos los elementos más importantes del MFMP 2016, y las principales conclusiones que se derivan de su revisión.

### GENERALIDADES DEL MFMP

#### ¿Cuáles con los elementos más importantes del MFMP 2016?

- Se incorporan ajustes significativos a los supuestos económicos. Estos incluyen una caída más pronunciada de la renta petrolera, un ajuste a la baja en la perspectiva de crecimiento, aumentos en la inflación y una mayor depreciación del peso.
- Las revisiones de los supuestos conducen a un incremento en la meta de déficit de la Administración Central para este y el próximo año, ya que el componente de déficit cíclico autorizado en la regla fiscal se hace más amplio.
- No obstante el mayor déficit total, se mantiene la senda de reducción en el déficit estructural del GNC. Esto se debe a que el efecto de los ciclos económico y energético se difiere en el tiempo, de forma que la mayor parte del ajuste tanto del déficit total como del estructural ocurría a partir de 2018.

#### **Juan Pablo Espinosa Arango**

Gerente de Investigaciones Económicas  
juespino@bancolombia.com.co  
+571 7463991 ext. 37313

#### **Alexander Riveros Saavedra**

Economista Senior  
egrivero@bancolombia.com.co  
+571 7463980 ext. 37303

#### **Arturo Yesid González Peña**

Analista Banca Central y Sistema Financiero  
arygonza@bancolombia.com.co  
+571 7463988 ext. 37385

#### **Henry Alexander Otero Giraldo**

Analista Internacional y de Mercados  
haotero@bancolombia.com.co  
+571 7463980 ext. 37319

#### **Julián Felipe Huertas Espitia**

Estudiante en Práctica  
jfhuerta@bancolombia.com.co  
+571 7463988 ext. 37310

#### **Sebastián Rocha Cadavid**

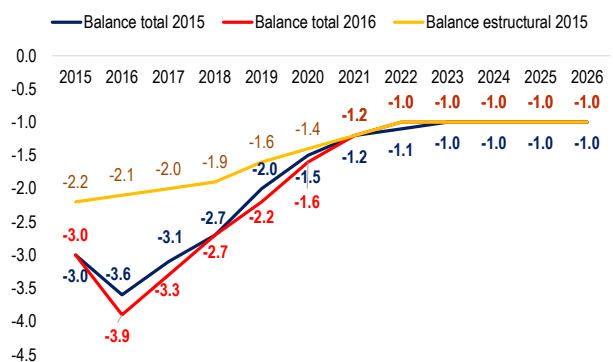
Estudiante en Práctica  
srocha@bancolombia.com.co  
+571 7463988 ext. 37316

- A pesar de que los parámetros definidos en la regla fiscal permitían un mayor déficit en 2016 y 2017, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF) estableció menores niveles admisibles. Esto se hizo con el fin de que, desde las finanzas públicas, se propenda por una reducción en el exceso de gasto que caracteriza hoy en día a la economía colombiana.
- El aumento en el déficit se traducirá en un incremento en el saldo de la deuda del GNC hasta más del 43% del PIB a finales del próximo año. El pronóstico central considera una tendencia a la baja en el *stock* de deuda pública desde 2018.
- El escenario base de las autoridades, en el cual el déficit del Gobierno Nacional se acerca a 1% del PIB a partir de 2020, supone la realización de ambiciosas reformas en el frente tributario y no incorpora gastos adicionales que pueden materializarse en los próximos años.

## ¿Qué mensaje transmiten las autoridades con el MFMP 2016?

- El Gobierno mantiene su compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal, y está haciendo uso del margen que esta brinda para diferir en el tiempo el ajuste que se deriva de la caída en los precios del petróleo y la desaceleración de la economía.
- El esquema de manejo de las finanzas públicas bajo la regla fiscal, el cual lleva poco tiempo, está siendo puesto a prueba por el cambio de las condiciones macroeconómicas. Superar exitosamente estas circunstancias retadoras reforzaría la credibilidad en torno a la institucionalidad fiscal del país.
- A pesar de los retos, se han buscado alternativas para hacer que la emisión de deuda adicional sea la menor posible y que los pilares de la estrategia de financiamiento continúen en operación. Sin embargo, la ampliación del déficit hará inevitable que el *stock* de deuda pública siga aumentando en los próximos años.
- En un entorno económico menos favorable para el país, la sostenibilidad de las finanzas públicas y el cumplimiento de los lineamientos de austeridad previstos en la regla fiscal depende cada vez más de reformas estructurales que incluyan tanto los ingresos como los gastos de la Administración Central.

Gráfica 1. Balance del GNC estructural y total permitido en el MFMP (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

- Con su determinación de limitar el déficit máximo permitido durante este año y el siguiente, el CCRF dio una señal clara de la responsabilidad y sensatez, lo que refuerza la credibilidad en torno a su labor.

## **¿Cuáles son los principales riesgos que se derivan del MFMP 2016?**

- En el corto plazo, el balance del GNC podría afectarse por cuenta de una mayor desaceleración en el crecimiento, nuevas caídas en los precios del petróleo, una depreciación adicional del peso o por una corrección menos pronunciada de la inflación.
- La mayor carga del ajuste de las finanzas del GNC va a recaer sobre la administración que esté en ejercicio entre 2018 y 2022. Como este ajuste requerirá de reformas, surge un riesgo de aprobación de las mismas, que se hace más agudo porque de su materialización depende de que se concrete el escenario base del MFMP.
- Las estimaciones de mayores ingresos que contempla el MFMP 2016 (en promedio 3,5% del PIB anual a partir de 2018) superan los estimativos de recaudo adicional propuestos por la Comisión de Expertos para la Reforma Tributaria. Por lo tanto, es posible que la propuesta de reforma tributaria estructural que se discutirá en el segundo semestre del año no sea suficiente para satisfacer las necesidades de recursos para la próxima década.
- El MFMP 2016 prevé una tendencia de reducción del gasto del GNC en el mediano plazo. Sin embargo, diferentes análisis muestran que en la próxima década los gastos del GNC pueden llegar a incrementarse en un promedio de 3,3% del PIB por año. Estos mayores gastos incluyen lo relacionado con el posconflicto, así como mayores pagos en salud, educación y atención a la población mayor, además de un mayor costo de la deuda pública.
- La alta inflexibilidad del presupuesto público colombiano, en el que más del 90% de los gastos están comprometidos de antemano, llevará no solo a que la inversión pública asuma la mayor parte del ajuste del gasto (especialmente en 2017), sino que hace que el espacio para efectuar ajustes adicionales vía reducción de los pagos en los próximos años sea más limitado. Esta inflexibilidad se reforzará por efecto de las vigencias futuras.

- El *stock* de la deuda en el mediano plazo dependerá de la capacidad de las autoridades para ajustar el balance del GNC, sobre todo de 2018 en adelante. Dado que el Gobierno no cuenta con fuentes de recursos adicionales, cualquier ampliación del déficit por encima de lo previsto implicará un incremento en el nivel de endeudamiento público.
- Los escenarios alternativos que formulamos para la siguiente década ponen de manifiesto que las estimaciones base del GNC dependen de forma crítica de que se reduzca y se estabilice el gasto, y de que efectivamente se aprueben nuevos ingresos. Si alguno de estos supuestos no se cumple, se corre el riesgo de que los niveles de déficit y deuda de la Administración Central se incrementen de manera pronunciada. Nuestros análisis sugieren que, en una perspectiva de 10 años, el esfuerzo fiscal total que necesitará el país puede superar el 7% del PIB.
- El hecho de que los parámetros de la regla fiscal hayan arrojado en principio un mayor nivel de déficit admisible para 2017 y 2018 (lo cual fue ajustado posteriormente por el CCRF) deja abierta la posibilidad de que, ante un deterioro más pronunciado de la actividad productiva, más adelante se permita a las autoridades emplear este margen de déficit adicional. Tal eventualidad podría afectar la percepción de riesgo sobre el país y conducir a un mayor endeudamiento público.
- Pese a que en el documento hay una sección dedicada a los costos y la financiación del posconflicto, y que esta concluye que el mismo es fiscalmente viable, la ausencia de datos específicos sobre el tema nos impide corroborar tal afirmación. Hasta que esta información no se revele, creemos prudente asumir que las inversiones del posconflicto pueden presionar al alza el déficit del GNC en la próxima década.

## **En suma, qué mensaje se desprende de la revisión del MFMP 2016?**

Reconocemos que en este documento se reflejan los esfuerzos del Gobierno por ajustarse a una nueva realidad marcada por menores ingresos petroleros, crecimiento moderado, presiones inflacionarias y depreciación cambiaria. También revela su compromiso con la meta de déficit estructural y su intención de balancear el ajuste de las finanzas públicas entre gasto, ingreso y deuda.

Sin embargo, los retos de mediano plazo para las finanzas públicas siguen siendo significativos, y para su resolución se requieren reformas de fondo en el frente tributario y de gasto público. La incertidumbre frente a la discusión e implementación de estas reformas debería conducir a una ampliación de la prima de riesgo fiscal en los títulos de deuda pública.

## SUPUESTOS MACROECONÓMICOS

### ¿Sobre qué proyecciones de crecimiento económico están basados los escenarios fiscales?

La trayectoria esperada de crecimiento económico entre 2016 y 2027 se revisó a la baja. En efecto, el Gobierno prevé que el aumento anual del PIB real en 2016 será de 3%, cuando en el MFMP de 2015 se estimaba en 3,8%. Para 2017 y los años posteriores el crecimiento económico por año se revisó a la baja en un 0,4% promedio por año (ver gráfica 2).

Así mismo, el crecimiento de largo plazo o potencial se revisó a la baja frente a lo previsto en el MFMP 2015. Como se aprecia en la gráfica 3, en el documento anterior se estimaba una capacidad potencial de crecimiento en torno al 4,3%. Dicha cifra se revisó a la baja hasta 3,7% en 2017, con una recuperación hacia 2020 a niveles de 3,9%. En general, la estimación avalada por el CCRF es que el crecimiento potencial del PIB fluctuará en un rango entre 3,7% y 3,9% en la próxima década.

Si bien consideramos que dichas estimaciones son más realistas frente a las del año anterior, siguen siendo altas. Esto, por cuanto en la nueva realidad de bajos términos de intercambio que vivirá el país, en ausencia de mejoras estructurales, el crecimiento potencial difícilmente superará un 3,5%.

### ¿Qué brecha del producto resulta de estas revisiones?

Con la actualización de los supuestos de crecimiento observado y potencial el Gobierno estima que la brecha del PIB será negativa en 2016 y 2017. Sin embargo, es interesante resaltar que para este y el próximo año, en comparación con el MFMP 2015, la brecha será más negativa. En particular, la brecha del PIB de 2016 se estimaba en -0,6% y de la de 2017 en -0,1%, y se revisaron hasta -0,8% y -0,2%, respectivamente.

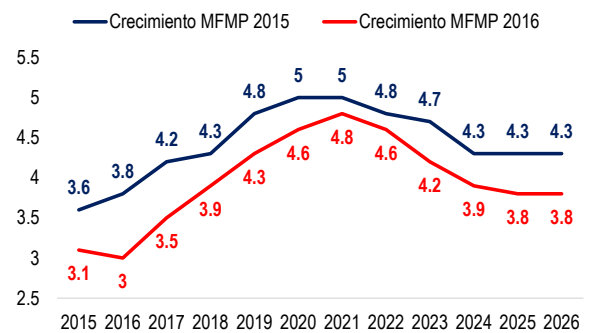
Lo que esto implica para efectos de la regla fiscal es que el componente de déficit cíclico para 2016 y 2017 por cuenta del crecimiento económico es más amplio que lo contemplado el año anterior.

**Tabla 1. Resumen supuestos macroeconómicos 2016-2017**

Variable	2015	Proyección de 2016 realizada en:				Proyección de 2017:	
		jun-15	dic-15	jun-16	Proy. Bancolombia	jun-16	Proy. Bancolombia
PIB (Crecimiento real %)	3.1	3.8	3.0	3.0	2.5	3.5	2.9
Inflación (5)	6.6	3.0	5.5	6.5	5.4	4	3.2
TRM (promedio periodo)	2745	2502	3200	3150	3250	3033	3171
Brent (precio promedio, US\$/Barril)	53.7	64.6	35	42	ND	47.5	ND
Intereses (\$ billones)	20.6	24.5	25.9	27	ND	28.6	ND
Producción de petróleo (kbpd)	1003	1000	92.1	921	ND	913	ND
Ingreso petrolero GNC (\$ billones)	8.8	3.3	1.3	-0.8	ND	-0.1	ND

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 2. Senda de crecimiento esperado del PIB (var. % anual)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Así mismo, vale la pena resaltar que las cifras de crecimiento del PIB previstas para 2016 (3%) y 2017 (3,5%), resultan ser superiores a nuestros estimativos (2,6% y 2,9%, respectivamente).

Pero mientras que el margen de ajuste fiscal por este componente se amplió en el corto plazo, la brecha de crecimiento se tornó más positiva de 2018 en adelante. Por lo tanto, desde ese momento el requisito de ajuste del déficit del GNC por esta vía se tornará más exigente.

### ¿Cuáles son las estimaciones en materia de inflación y cómo puede esta afectar el desempeño de las finanzas públicas?

El MFMP 2016 incorpora en los supuestos una inflación por encima del rango meta del Banco de la República. Específicamente, para 2016 el aumento en el nivel de precios llegaría a 6,5%, en 2017 a 4% y solo retornaría al 3% en 2018. Vale la pena recordar que en el MFMP 2015 la inflación prevista para 2016 y años posteriores se estimaba en 3%.

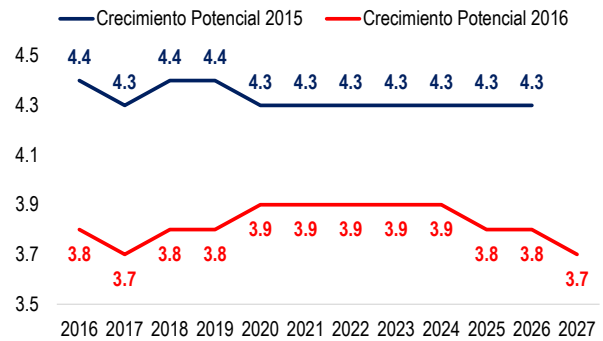
Es importante tener en cuenta que el efecto de una mayor inflación sobre el balance fiscal es desfavorable, en la medida en que mayores aumentos de precios tienden a incrementar el gasto corriente del Gobierno, que constituye el grueso de los pagos públicos. Además, una mayor inflación aumenta el servicio de la deuda denominada en UVR. De hecho, creemos que la mayor inflación es una de las principales razones por las que el déficit del GNC se revisó al alza para este y el próximo año.

### De acuerdo con MFMP 2016, ¿qué puede ocurrir con la tasa de cambio?

En su último documento las autoridades fiscales prevén una mayor depreciación nominal del peso frente al dólar. Frente al nivel de \$2.502 en el MFMP 2015, se revisó la proyección de tasas de cambio para el cierre del año a \$3.150.

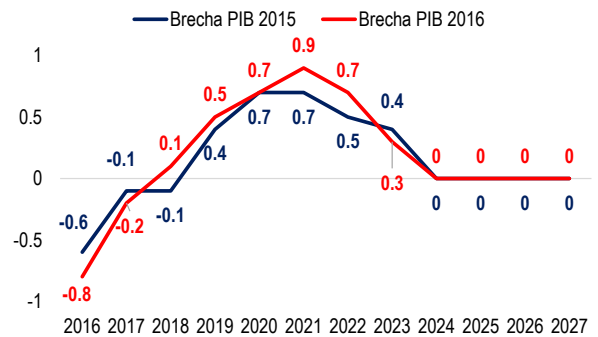
Al respecto es necesario recordar que un mayor fortalecimiento del dólar tiende a incrementar el servicio de la deuda externa, y que este efecto adverso apenas alcanza a ser compensado por el impacto positivo de la devaluación sobre la renta tributaria del GNC. Esto se debe a que, a diferencia de los años anteriores, los valores iniciales de los ingresos petroleros son muy bajos, y por lo tanto no repuntan de una manera significativa cuando la tasa de cambio aumenta.

**Gráfica 3. Senda de crecimiento potencial del PIB (var. % anual)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 4. Brecha de crecimiento del PIB (var. % anual)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Por su parte, en un horizonte de mediano plazo la tasa de cambio disminuiría entre 2016 y 2020 hasta \$2.759, pero retomaría una senda de depreciación hasta \$2.925 en el 2027.

## ¿Cuáles son las perspectivas en relación con la renta petrolera?

En el MFMP 2016 se efectuaron varios cambios en los supuestos de precios y producción de crudo que generan una disminución en la renta petrolera estimada en relación con lo contemplado el año anterior, excepto para los años 2021, 2022 y 2023 (ver gráfica 5).

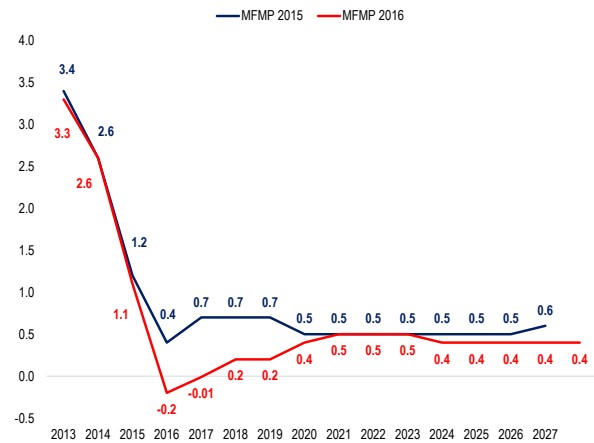
En lo que respecta a la producción de petróleo, se revisó a la baja la estimación promedio diaria desde 1 millón de barriles a 921 mil barriles para 2016. Más importante aún resulta el descenso en la tendencia esperada de la producción. Mientras que en el MFMP 2015 se preveía una producción estable en 1 millón de barriles diarios hasta 2023, ahora se contempla una reducción gradual hasta 903 mil barriles en 2022, y a partir de dicho año un mayor ritmo de caída hasta 838 mil barriles en 2027 (ver gráfica 6).

En lo concerniente a los precios, el CCRF definió una revisión al alza en el precio de largo plazo del crudo, el cual es el parámetro frente al cual se compara el precio *spot* de cada año para definir la existencia y el monto del ciclo minero-energético (ver gráfica 7). Es así como el precio de largo plazo de la referencia Brent se actualizó para 2016 desde USD 70 hasta USD 74. Pese a mantener una tendencia a la baja hasta 2019, los precios de largo plazo actualizados son mayores que los contemplados en el MFMP 2015, hasta alcanzar un nivel terminal de USD 70, superior en USD 4 a lo previsto el año anterior.

Por su parte, como se aprecia en la gráfica 8 las proyecciones de precios *spot* del petróleo para cada año se redujeron sustancialmente frente a lo previsto en 2015. Mientras que el año anterior se estimaba que en 2016 la referencia Brent se ubicaría en promedio en US\$64,6, en enero el Gobierno ajustó esta expectativa a US\$35 y en el MFMP la revisó ligeramente al alza hasta US\$42. Asimismo, para los años subsiguientes se realizaron actualizaciones a la baja, hasta niveles terminales de US\$70 a partir de 2023.

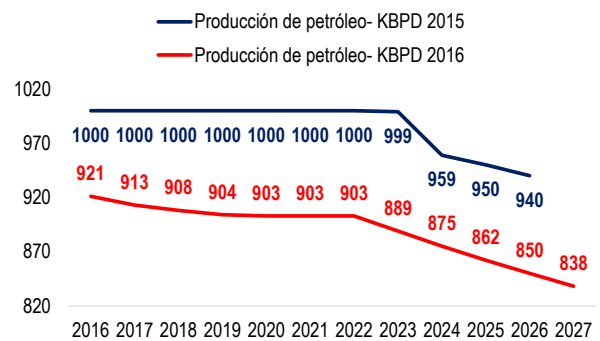
En definitiva, con los ajustes antes descritos las autoridades prevén que los ingresos públicos petroleros desaparecerán en el corto plazo (de hecho, por cuenta de devoluciones de impuestos se estiman negativos este y el próximo año) y serán más bajos durante casi todos los años de la próxima década.

**Gráfica 5. Ingresos petroleros del Gobierno Nacional (% del PIB)**



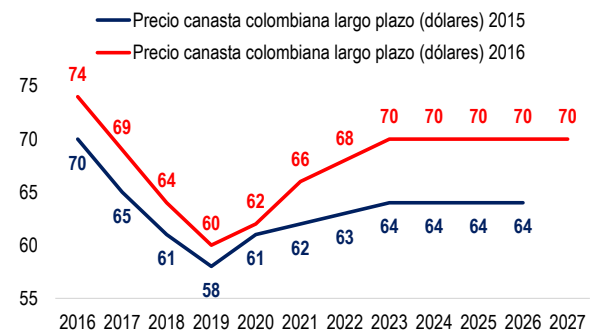
Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 6. Producción de petróleo (miles de barriles diarios)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 7. Precio del petróleo de largo plazo (referencia Brent, US\$ por barril)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Es así como el ingreso fiscal desde el sector de petróleo se reduce desde 3,3% en 2013 a 1,1% en 2015, -0,1% en 2016 y solo hasta 2018 regresaría a un nivel positivo (ver gráfica 10). Vale la pena resaltar que el Ministerio de Hacienda contempla que los ingresos petroleros en 2027 representarán apenas 0,4% del PIB, concentrados mayoritariamente en impuestos (0,3% del PIB).

Para efectos del cálculo de la porción de déficit correspondiente al ciclo petrolero, resulta fundamental visualizar el diferencial entre el precio *spot* promedio esperado y el referente de largo plazo para cada año. Como se muestra en la gráfica 9, entre 2016 y 2018 esta brecha es significativa, lo que abre la posibilidad de que el componente de déficit cíclico petrolero se amplíe de forma importante.

### Dada la reducción prevista del gasto público en los próximos años, ¿Qué va a ocurrir con la inversión pública?

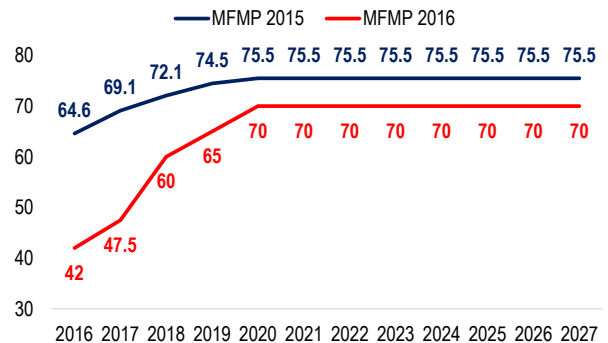
La inversión pública va a disminuir. El MFMP prevé que la inversión del Gobierno pase de 3,1% del PIB en 2015 a 1,9% en 2016 y a apenas 1,1% en 2017. Un nivel tan bajo de inversión pública como el proyectado para el próximo año no se observaba desde 2004, cuando llegó a 1% del PIB (ver gráfica 11).

La inversión es el componente del gasto más afectado por las medidas de austeridad, ya que presenta el mayor margen de flexibilidad en su asignación y manejo. En el futuro este margen se va a ir agotando. Es por ello que se espera que en adelante la inversión pública esté mucho más focalizada en actividades que generen un mayor aporte al crecimiento, tales como la infraestructura. Sin embargo, resultará inevitable que los recortes antes mencionados no tengan un impacto en el desempeño de la actividad productiva. De hecho, el recorte esperado en este rubro presenta un riesgo a la baja en nuestro pronóstico de crecimiento de 2,9% para 2017.

### ¿Qué se espera en materia de desequilibrio externo?

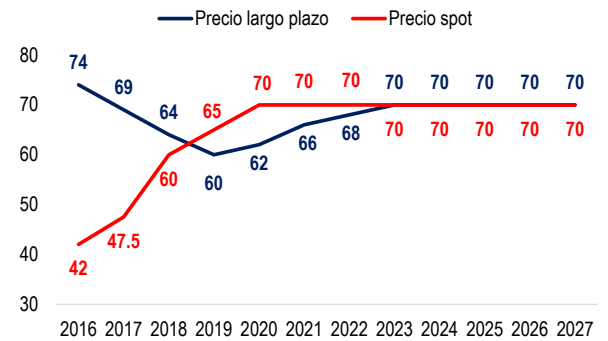
El MFMP considera que en la próxima década el balance en cuenta corriente del país tendrá una tendencia paulatina de corrección. En particular, la estimación para 2016 es -6% y para el próximo año -5,4% del PIB. Es importante resaltar que, de acuerdo con las proyecciones oficiales, solo hasta 2025 se prevé que el desequilibrio externo esté por debajo del 4% del PIB, nivel que se considera como el máximo sostenible para una economía como la colombiana.

**Gráfica 8. Precio promedio *spot* del petróleo (referencia Brent, US\$ por barril)**



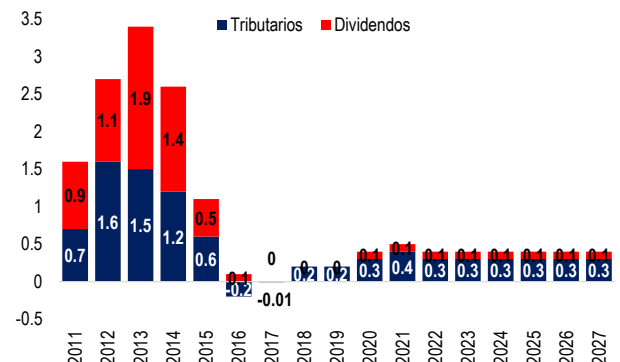
Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 9. Diferencia entre precio promedio de largo plazo y precio proyectado para cada año (referencia Brent, US\$ por barril)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 10. Descomposición de los ingresos petroleros del Gobierno Nacional (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Lo que esto implica es que los niveles de déficit en cuenta corriente que prevén las autoridades fiscales para el futuro previsible seguirán representando una fuente de vulnerabilidad para el país. En parte la lenta corrección de este desbalance resulta del ajuste paulatino de las finanzas públicas que permite el componente cíclico del déficit del GNC.

Es por dicho riesgo que este año el CCRF tomó la decisión de alejarse de los parámetros de cálculo del déficit cíclico establecidos por la regla fiscal. La aplicación literal de los mismos permitiría que el balance del GNC pudiese llegar a 4% del PIB en 2017 y 3,2% del PIB en 2018. A juicio del Comité, estos niveles de desequilibrio fiscal no serían convenientes, ya que contribuirían a mantener el déficit en cuenta corriente indeseablemente alto en un contexto de alta incertidumbre global. Por lo anterior, el Comité fijó como metas de déficit del GNC un 3,3% del PIB para 2017 y un 2,7% del PIB en 2018 (ver gráfica 12).

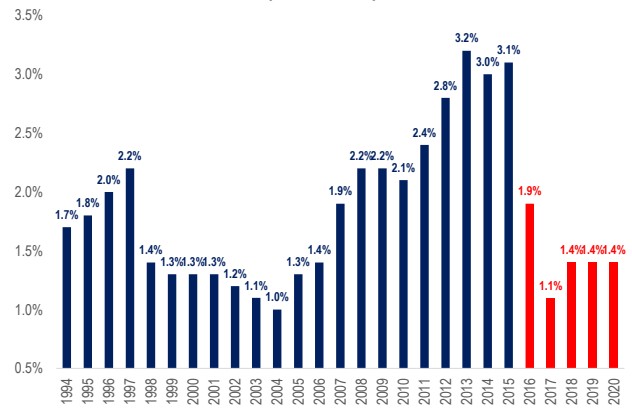
### ¿Cómo puede evaluarse esta decisión del CCRF de desviarse de los parámetros de la regla fiscal?

A pesar de que fue sorprendente, la determinación antes mencionada del CCRF constituye una manifestación de responsabilidad y sensatez de parte de esta instancia. Esto, ya que la actualización de los supuestos económicos otorgaba al Gobierno un margen de ajuste demasiado laxo dada la vulnerabilidad externa y fiscal a la que quedó expuesta Colombia después de la caída de los precios del petróleo.

Resulta alentador que los miembros del Comité conciban su labor no solo en términos de su rol de administración de los parámetros fiscales, sino que también consideren lo que resulte más conveniente para la estabilidad macroeconómica del país.

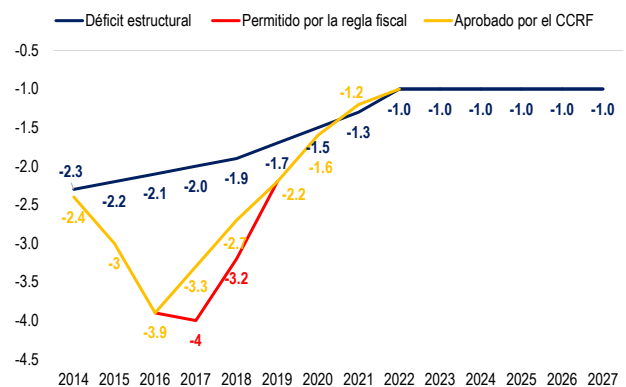
No obstante, lo que genera inquietud alrededor de esta decisión es que más adelante pueda llegarse a permitir al Gobierno emplear el margen de mayor déficit cíclico admitido por los parámetros de la regla fiscal, y que tal tipo de actuación genere un deterioro de la percepción de los agentes económicos locales e internacionales acerca de la forma en la que se aplica el marco de austeridad fiscal en el país. Tal tipo de situación podría ocurrir en un escenario de mayor deterioro en el crecimiento económico, en el cual se genere presión para limitar el ajuste fiscal requerido y así mitigar el impacto del mismo en la actividad productiva.

**Gráfica 11. Gastos de inversión del Gobierno Nacional (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 12. Balance del GNC estructural, permitido por la regla fiscal y aprobado por el CCRF (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

## PERSPECTIVAS FISCALES 2016 Y 2017

### ¿Qué ocurrirá con la dinámica de los ingresos este y el próximo año?

Los ingresos totales del GNC fueron revisados a la baja. En el MFMP 2015 se estimó que los ingresos de la Administración Central representarían 15,6% del PIB este año. La actualización del documento de 2016 refleja que la cifra se redujo hasta 15% del PIB (ver gráfica 13). Los mayores ajustes ocurren en los ingresos tributarios, que se revisaron desde 14,6% hasta 14,2% del PIB. Lo anterior ocurre como resultado de la desaceleración de la economía, dada la naturaleza procíclica de los recaudos de impuestos como la renta y el CREE, los cuales se reducen de 6,6% a 6,2% del PIB.

Para 2017 los ingresos del GNC se moderarían hasta 14,8% del PIB, lo que equivaldría a un crecimiento nominal de 4,9%. El 95% de los ingresos totales, es decir un valor de \$127,6 billones, corresponderían a recaudo tributario. Este pasaría de 14,2% a 14% del PIB. De acuerdo con las autoridades, lo anterior resulta de un descenso en el recaudo proveniente de la actividad comercial externa, y del efecto neto generado por la disminución de la tarifa del impuesto a la riqueza y el aumento a la sobretasa del CREE.

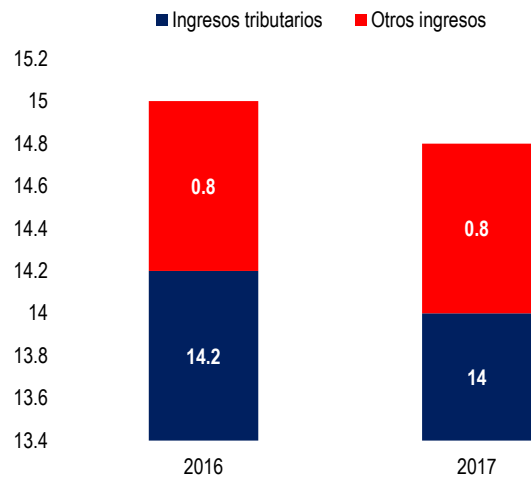
### ¿Cómo se comportarán los gastos del Gobierno?

Los gastos totales del GNC se revisaron a la baja. Estos llegarían a 19% del PIB en 2016 (ver gráfica 14), cifra levemente menor a la expresada en el MFMP 2015 y menos que lo efectivamente observado el año pasado (19,1% y 19,2% del PIB, respectivamente).

A pesar de ello, los gastos corrientes se incrementan de un año a otro en 0,9 pps hasta 17% del PIB, debido a que los pagos de intereses aumentan 0,5 pps del PIB hasta 3,2% del PIB. Por su parte, los gastos de funcionamiento se aumentan de un año a otro de 13,5% a 13,8% del PIB, debido a los mayores pagos por transferencias, los cuales no alcanzan a ser compensados por una reducción de 0,1% del PIB en gastos generales. Finalmente, como ya lo mencionamos, la inversión sería la gran sacrificada, con una reducción de 1,2% del PIB este año.

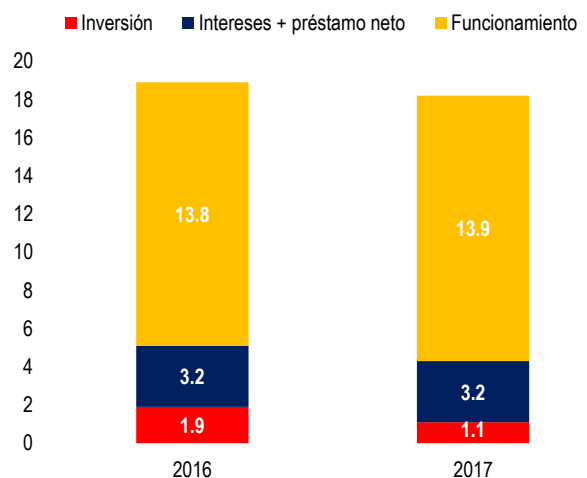
Para el próximo año el MFMP 2016 estima que los gastos pasarán de 19% a 18,2% del PIB. De acuerdo con las autoridades, esta reducción es consistente con unos menores ingresos esperados por 0,2% del PIB y un mayor ajuste de 0,6% exigido por la regla fiscal.

**Gráfica 13. Ingresos del GNC en 2016 y 2017 (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 14. Gastos del GNC en 2016 y 2017 (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Dicha disminución se explicaría casi en su totalidad por el ajuste de la inversión, ya que los gastos corrientes se mantendrían en 17% del PIB. El próximo año la mayoría de los gastos del Gobierno continuarán concentrados en transferencias, intereses de la deuda y servicios personales.

## Con estas revisiones, ¿se aumenta el déficit del GNC en 2016 y 2017?

Sí. En el MFMP 2015 se reveló que este año el balance del GNC en 2016 sería deficitario en 3,6% del PIB, lo que implicaría una ampliación de 0,6% del PIB. En el MFMP 2016 se estima que el balance llegue a -3,9% del PIB. Para mantener el cumplimiento del déficit estructural de 2,1% del PIB definido en la regla fiscal se amplió el déficit cíclico en 0,4% hasta 1,8% del PIB (ver gráfica 13).

Para 2017 el Gobierno estima un déficit de 3,3% del PIB, un desbalance más amplio frente al previsto anteriormente (-3,1% del PIB). El próximo año las autoridades prevén un decrecimiento tanto de los ingresos como de los gastos como porcentaje del PIB. En el caso de los primeros, el descenso es de 0,2% del PIB, debido principalmente a menores ingresos tributarios y a un comportamiento negativo de la renta petrolera. En lo que respecta a los gastos, la reducción que ocurrirá en 2017 y que ya describimos busca garantizar el cumplimiento del déficit estructural definido por la regla fiscal.

## ¿Qué va a ocurrir con el balance cíclico del GNC?

El balance cíclico se va a tornar más deficitario. De hecho, las revisiones en los supuestos de crecimiento potencial y observado conducen a que el desbalance por el ciclo económico de 2016 se actualice desde -0,3% hasta -0,4% del PIB, en tanto que los ajustes al precio y producción de petróleo generan una revisión del componente energético desde -1,1% hasta -1,4% del PIB. En definitiva, el déficit cíclico para 2016 pasó de -1,4% a -1,8% del PIB, lo cual permite que el balance estructural se mantenga inalterado en -2,1% del Producto. Para 2017 se estima que el balance estructural llegue a -2%, producto de un balance del GNC de -3,3% y un componente cíclico de -1,3% del PIB, 0,5 pps menos que el valor para este año.

## ¿Dado el aumento en el déficit, el Gobierno incurrirá en mayor endeudamiento?

Sí. La ampliación del déficit llevará a que el nivel de la deuda de la Administración Central se incremente, desde 43,8% en 2015 a 44,2% del PIB en 2016. Esto equivale a un aumento de 4,3% del PIB en el saldo de la deuda frente a lo previsto hace un año.

**Tabla 2. Balance del GNC 2015-2017**  
(miles de millones de pesos y % del PIB)

Gobierno Nacional Central 2015-2017								
	Miles de millones				% del PIB			
	2015	2016 Ant	2016 Rev	2017	2015	2016 Ant	2016 Rev	2017
<b>Ingreso Total</b>	<b>129321</b>	<b>137171</b>	<b>127761</b>	<b>134013</b>	<b>16.1</b>	<b>15.6</b>	<b>15.0</b>	<b>14.8</b>
Tributarios	116403	126229	120643	126914	14.5	14.6	14.2	14.0
No Tributarios	681	514	677	722	0.1	0.1	0.1	0.1
Fondos Especiales	1557	2377	1903	2261	0.2	0.3	0.2	0.2
Recursos de Capital	1068	5050	4537	4116	1.3	0.6	0.5	0.5
<b>Gastos Total</b>	<b>15359</b>	<b>165166</b>	<b>16108</b>	<b>164342</b>	<b>19.2</b>	<b>19.1</b>	<b>19.0</b>	<b>18.2</b>
Intereses	20646	24455	27074	28576	2.6	2.8	3.2	3.2
Funcionamiento +								
Inversión **	132944	140695	134006	135766	16.6	16.3	15.8	15.0
<b>Balance Total</b>	<b>-24269</b>	<b>-30995</b>	<b>-33319</b>	<b>-3033</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.9</b>	<b>-3.3</b>
Ciclo económico	-2332	-2824	-3548	ND	-0.3	-0.3	-0.4	N.D.
Ciclo energético	-393	-9667	-11536	ND	-0.5	-1.1	-1.4	N.D.
<b>Ciclo total</b>	<b>-6262</b>	<b>-12491</b>	<b>-15083</b>	<b>-12041</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.3</b>
<b>Balance estructural</b>	<b>-18007</b>	<b>-18504</b>	<b>-18236</b>	<b>-18288</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.0</b>

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Para 2017 el Gobierno proyecta que el indicador se aumentará en apenas 0,1% del PIB hasta 44,3%. Como es lógico, este incremento moderado dependerá de que se cumplan las previsiones de ingresos y gastos para este y el próximo año.

## ¿Cuáles son los principales riesgos para las finanzas públicas en el corto plazo?

En primer lugar, los ingresos pueden ser menores a lo previsto por cuenta de una desaceleración en el crecimiento económico mayor que la prevista por las autoridades. Al respecto, es conveniente recordar que el pronóstico de variación del PIB del MFMP 2016 está 0,5 pps por encima de lo que esperamos para este año. En un contexto de moderación económica es particularmente retador obtener el crecimiento de 0,3% del PIB que se proyecta para este año para el recaudo del IVA y el impuesto al consumo.

En segundo lugar, existe la posibilidad de que el precio del petróleo fluctúe en niveles inferiores a los previstos por el CCRF. Tercero, una depreciación del tipo de cambio superior a lo estipulado podría generar un mayor costo de financiamiento externo, lo que representaría un gasto adicional para el Gobierno. Finalmente, si la inflación no empieza a moderarse en los próximos meses pueden incrementarse por encima de lo previsto los gastos corrientes y el servicio de la deuda interna.

## PLAN FINANCIERO Y DEUDA PÚBLICA

### ¿Hubo cambios significativos en las fuentes del Plan Financiero para 2016?

Si. Los planes de financiamiento del GNC para este año sufrieron modificaciones en relación con lo anunciado en diciembre pasado (ver tabla 3). En las fuentes, se contemplan desembolsos de crédito por \$45,70 billones (revisado al alza desde \$43,15 billones), de los cuales \$14,25 billones (revisado al alza desde \$12,6 billones) corresponden a deuda externa y \$31,45 billones (revisado al alza desde \$30,6 billones) a deuda interna.

Los desembolsos de deuda externa en dólares pasaron de US\$ 4.500 millones a US\$4.522 millones. De estos recursos, US\$1.508 millones provinieron del mercado de capitales (a través de emisiones de bonos ya efectuadas), mientras que US\$3.013 millones se originan en prestamistas multilaterales, frente a los que se tiene previsto que las dos terceras partes de los desembolsos se concreten en el segundo semestre.

Tabla 3. Fuentes del GNC en 2016

FUENTES	2016		2016 revisado	
	\$ MM	57,323	\$ MM	65,327
<b>Desembolsos</b>		<b>41,442</b>		<b>45,704</b>
<b>Externos (USD)</b>	<b>(USD 4.500 mill)</b>	<b>13,500</b>	<b>(USD 4.522 mill)</b>	<b>14,250</b>
Bonos (USD)	(USD 1.500 mill)	4,500	(USD 1.508 mill)	4,753
Multilaterales y otros	(USD 3.000 mill)	9,000	(USD 3.013 mill)	9,496
<b>Internos</b>		<b>27,942</b>		<b>31,455</b>
TES		27,922		31,432
Subastas		22,498		22,636
Entidades públicas		3,508		5,709
FEPC y otros				
Pago de obligaciones				3,088
Otros		1,916		22
Ajustes de causación		1,922		3,435
Deuda flotante		3,367		
Operaciones de tesorería		4,524		
Otros recursos				
Disponibilidad inicial		8,187		16,187
En pesos		1,098		10,712
En dólares (USD)	(USD 2.148 mill)	7,089	(USD 1.738 mill)	5,475

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Con respecto a la deuda interna, hasta la fecha las colocaciones totales de TES alcanzan el 72% de la meta, la cual se incrementó en \$3,5 billones con respecto a lo contemplado en diciembre, hasta \$31,45 billones. Las necesidades de financiamiento adicional obedecen a pagos de obligaciones del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), pérdidas del Banco de la República y otros compromisos fiscales.

Por tipo de colocación, a la fecha se ha cumplido el 65% de la meta de emisiones de TES a través de subastas para todo el año (\$22,6 billones). Es importante anotar que este monto equivale al 173% de las amortizaciones de deuda interna programadas para el presente año, 3% más que lo que representaban en diciembre.

Por su parte, las colocaciones de TES con entidades públicas se incrementaron en \$2,2 billones hasta \$5,71 billones. De esta suma, en la actualidad solo resta colocar el 10%. Finalmente, los rubros de deuda flotante (\$3,01 billones) y operaciones de tesorería (\$2,57 billones) pasaron de ser fuentes de financiamiento a sumar como partidas de los usos.

### ¿En relación con los usos, cuales son los mayores cambios del Plan Financiero para este año?

Se evidencia un incremento en el déficit por financiar, que pasó de un estimado de \$30,91 billones en la versión del Plan de diciembre pasado a \$33,32 billones. La actualización contempla pagos de deuda flotante por \$3,01 billones, de operaciones de tesorería por \$2,57 billones (ambos rubros eran una fuente de financiamiento) y de intereses internos, que se incrementaron en \$2 billones, previsiblemente por el efecto de la mayor inflación sobre el servicio de los TES denominados en UVR.

La compensación se dio por parte de menores intereses externos en \$780 mil millones, menores gastos en dólares por \$343 mil millones y por menores pérdidas del Banco de la República, que pasaron de \$1,92 billones a cero. También es relevante mencionar que las amortizaciones de deuda interna previstas para este año pasaron de \$13,26 billones a \$13,08 billones, gracias a las operaciones de manejo de deuda que se han efectuado con entidades públicas.

### ¿Cuáles son las principales tendencias del Plan Financiero para 2017 en cuento a las fuentes de financiamiento?

En primer lugar, los desembolsos de deuda se incrementarían en \$5,96 billones frente a 2016, hasta contabilizar \$51,66 billones.

**Tabla 4. Usos del GNC en 2016**

USOS	2016		2016 revisado	
	\$ MM	57.323	\$ MM	65.327
<b>Déficit a financiar</b>		<b>30.906</b>		<b>33.319</b>
De los cuales				
Intereses externos (USD 2.422 mill)		7.266	(USD 2.059 mill)	6.486
Intereses internos		18.589		20.588
Gasto en dólares (USD 639 mill)		2.038	(USD 538 mill)	1.695
Otros				4.550
<b>Amortizaciones</b>		<b>16.536</b>		<b>16.678</b>
Externas (USD 1.130 mill)		3.277	(USD 1.132 mill)	3.595
Internas		13.259		13.083
<b>Deuda flotante</b>				<b>3.011</b>
<b>Pago de obligaciones</b>				<b>3.088</b>
<b>Pérdidas Banco de la República y sentencias</b>				
		1.915		
<b>Operaciones de tesorería</b>				
				2.570
<b>Disponibilidad final</b>		<b>3.350</b>		<b>6.662</b>
En pesos		1.733		2.975
En dólares (USD 539 mill)		1.617	(USD 1,170 mill)	3.687

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Este aumento estaría explicado por una mayor colocación de deuda externa por \$3,95 billones hasta \$18,2 billones, y por mayores desembolsos de deuda interna por \$2,01 billones hasta \$33,46 billones.

Es importante anotar que los desembolsos de deuda externa pasarían de US\$4.522 millones en 2016 a US\$6.000 millones en 2017. El valor en dólares para este año está explicado por la colocación internacional que se adelantó en 2015, pero que correspondía a un prefinanciamiento para la actual vigencia.

El valor absoluto de los desembolsos de deuda externa se dividirá por partes iguales en colocaciones de bonos y operaciones con entidades multilaterales. Es previsible que el Gobierno adelante la gestión de las autorizaciones requeridas para que en el segundo semestre del año se pueda prefinanciar una parte de estos requerimientos, en particular las emisiones en el mercado financiero internacional.

En deuda interna, la variación total de los desembolsos para el próximo año será de 6,4%, ya que pasarían de \$31,46 billones a \$33,46 billones. Se destaca un incremento de 22,6% en las colocaciones de deuda interna con entidades públicas, que pasarían de \$5,71 a \$7 billones

De otro lado, el monto de TES por subastar se incrementará en \$3,56 billones hasta \$26,19 billones. Es importante anotar que este monto equivale al 198% de las amortizaciones de deuda interna programadas para el presente año, 25% más que lo previsto para 2016. Esta cifra pone de manifiesto la presión de mayor oferta de títulos que ejercerá el Gobierno el año que viene, puesto que por cada peso de TES que se vencerá se emitirán casi dos pesos a través del mercado primario.

Por último, las colocaciones de deuda interna a través de otras fuentes disminuirán en 91,9% hasta \$250 mil millones. Además, es importante tener en cuenta que se contemplan recursos provenientes de utilidades del Banco de la República. En efecto, para 2017 el Gobierno estima financiamiento por esta fuente equivalente a \$808 mil millones, algo que no ocurre desde 2008.

## ¿Qué ocurrirá el próximo año con los usos del Plan Financiero?

En los usos las variaciones más significativas al comparar 2016 con 2017 se encuentran en el déficit a financiar y en las amortizaciones (ver tabla 6).

**Tabla 5. Fuentes del GNC en 2017**

FUENTES	2016		2017	
	\$ MM	65.327	\$ MM	61.204
<b>Desembolsos</b>		<b>45.704</b>		<b>51.661</b>
<b>Externos (USD)</b>	<b>(USD 4.522 mill)</b>	<b>14.250</b>	<b>(USD 6.000 mill)</b>	<b>18.199</b>
Bonos (USD)	(USD 1.508 mill)	4.753	(USD 3.000 mill)	9.099
Multilaterales y otros	(USD 3.013 mill)	9.496	(USD 3.000 mill)	9.100
<b>Internos</b>		<b>31.455</b>		<b>33.462</b>
TES		31.432		33.442
Subastas		22.636		26.192
Entidades públicas		5.709		7.000
FEPC y otros				
Pago de obligaciones		3.088		250
Otros		22		20
<b>Ajustes de causación</b>		<b>3.435</b>		<b>2.073</b>
<b>Utilidades Banco República</b>				<b>808</b>
<b>Disponibilidad inicial</b>		<b>16.187</b>		<b>6.662</b>
En pesos		10.712		2.975
En dólares (USD)	(USD 2.148 mill)	5.475	(USD 1.170 mill)	3.687

**Fuente:** Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

En el primero, se prevé una reducción de \$2,99 billones hasta \$30,33 billones (consecuente con el ajuste del balance del GNC desde -3,9% hasta -3,3% del PIB), mientras que las amortizaciones se incrementarían en \$4,69 billones hasta \$21,37 billones.

2017 será un año de mayores pagos de deuda externa, ya que las amortizaciones previstas para esta fuente se incrementarían desde US\$1.132 millones hasta US\$2.605 millones. Por su parte, las amortizaciones de deuda interna se mantienen levemente por encima de los \$13 billones.

Además de lo anterior, los usos se reducen por cuenta de un menor valor de la deuda flotante y por una menor disponibilidad final de recursos, rubros que compensan el aumento esperado en las operaciones de tesorería.

### ¿Cómo cree el Gobierno Nacional que va a impactarse la deuda pública como resultado del mayor déficit?

Uno de los efectos más apreciables de la revisión al alza del déficit del GNC este y los próximos años es un aumento del saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB. Mientras que el MFMP 2015 preveía una tendencia decreciente en dicho cociente a partir de este año, en el MFMP 2016 se proyecta su incremento hasta un nivel máximo en 2017 (ver gráfica 16).

En efecto, desde su nivel más bajo en lo que va corrido del siglo (en 2012 llegó a 32,6% del PIB), la deuda bruta del GNC se ha venido incrementando de forma sistemática, y en 2015 alcanzó 42,6% del PIB. Para 2016 y el próximo año, las estimaciones del Gobierno contemplan incrementos adicionales hasta 42,9% y 43,1%, respectivamente, momento desde el cual comenzaría a reducirse de manera gradual hasta 31,5% del PIB en 2027.

Vale la pena mencionar que en el MFMP 2016 se muestra el desempeño que tendría la deuda bruta del GNC bajo diferentes escenarios de crecimiento económico. Suponiendo que el saldo de la deuda es inelástico al crecimiento del PIB, en caso de cumplirse nuestro pronóstico de crecimiento este año (2,6%), la deuda pública pasaría de un estimado central de 42,9% a 43,1% del PIB. Para 2017, este mismo cálculo con nuestro crecimiento del PIB esperado (2,9%), arroja un resultado de deuda bruta del GNC que pasaría de 43,1% a 43,5% del PIB (ver línea amarilla de la gráfica 16).

Así las cosas, existe el riesgo de que la tendencia de reducción en la deuda del GNC se tome más tiempo en materializarse.

**Tabla 6. Usos del GNC en 2017**

USOS	2016		2017	
	\$ MM	65.327	\$ MM	61.204
<b>Déficit a financiar</b>		<b>33.319</b>		<b>30.330</b>
De los cuales				
Intereses externos (USD 2.059 mill)	6.486		(USD 2.496 mill)	7.571
Intereses internos	20.588			21.005
Gasto en dólares (USD 538 mill)	1.695		(USD 476 mill)	1.442
Otros	4.550			
<b>Amortizaciones</b>		<b>16.678</b>		<b>21.373</b>
Externas (USD 1.132 mill)	3.595		(USD 2.605 mill)	8.156
Internas	13.083			13.216
<b>Deuda flotante</b>		<b>3.011</b>		<b>1.304</b>
<b>Pago de obligaciones</b>		<b>3.088</b>		<b>250</b>
<b>Operaciones de tesorería</b>		<b>2.570</b>		<b>4.635</b>
<b>Disponibilidad final</b>		<b>6.662</b>		<b>3.313</b>
En pesos	2.975			1.514
En dólares (USD 1,170 mill)	3.687		(USD 593 mill)	1.799

De hecho, la caída de la renta petrolera y la desaceleración de la economía a un ritmo mayor que el esperado por el Gobierno tendrían un efecto negativo sobre el endeudamiento del GNC.

## ¿En neto como se ha comportado el endeudamiento interno del GNC?

Ante el incremento de la deuda bruta del GNC que se ha registrado en los últimos años y que se proyecta continúe al menos hasta 2017, una métrica de presión en el mercado interno nos permite esclarecer si el nivel de endeudamiento local en términos netos se ha reducido o no.

El cálculo, cuyos resultados se aprecian en la gráfica 15, contempla las emisiones de TES previstas mediante mecanismo de subastas, las cuales se relacionan con las amortizaciones de deuda interna previstas para la misma vigencia. Valores de este indicador superiores al 100% sugieren que en términos netos la deuda interna se incrementa, toda vez que las amortizaciones son menores a la nueva deuda adquirida.

Desde 2014 el comportamiento de este cálculo ha sido de continuo incremento, y en 2017 la relación es casi del doble. Consideramos que este desempeño representa un riesgo adicional sobre el nivel de deuda interna del GNC, que podría confluir en un mayor costo de financiamiento para la Nación.

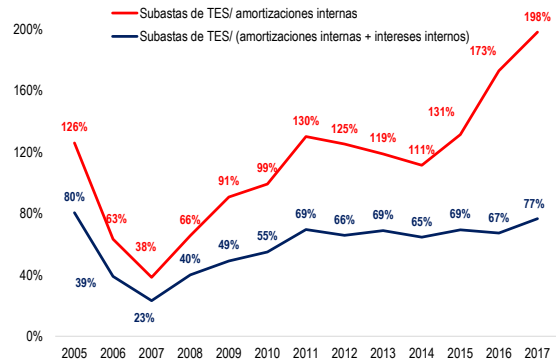
Por último, ajustamos el cálculo descrito con los pagos por intereses de deuda interna y encontramos que aunque la medida luce menor, la trayectoria desde 2007 ha sido de ascenso. Es importante resaltar que este indicador se muestra estable entre 2011 y 2016, pero para el próximo año se sugiere un incremento considerable, del orden de 10%.

## ¿Podría incrementarse el nivel de deuda del GNC por encima de lo previsto en el MFMP 2016?

Si. Tal como lo explicaremos más adelante, en la medida en que los ingresos del Gobierno en el mediano plazo dependan de reformas cuya aprobación es incierta y que los gastos tengan una tendencia de aumento a lo largo de la próxima década, el déficit total del GNC podría ampliarse, y como resultado se incrementaría el saldo de la deuda pública.

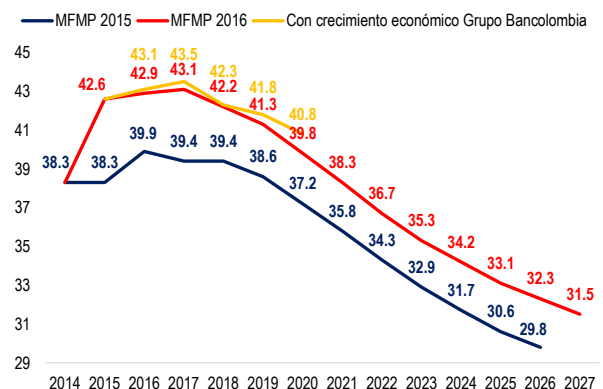
Al respecto, nuestras estimaciones muestran que, en promedio, por cada punto porcentual del PIB que se deteriore en un año el balance del GNC, el saldo de la deuda como porcentaje del PIB puede incrementarse hasta 3,4% del PIB.

**Gráfica 15. Presión neta en el mercado interno (Subastas de TES como proporción del total de amortizaciones internas e incluyendo pago de intereses)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 16. Deuda bruta del GNC (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

En efecto, frente a un escenario optimista en el que en la próxima década la deuda del GNC se ubicaría en promedio en 36,5% del PIB, estimaciones alternativas que sugieren que esta razón podría llegar a un rango entre 45% y 53% del PIB en un escenario menos favorable, y a un rango entre 46% y 72% del PIB en un escenario extremo.

## ESTRATEGIA FISCAL DE MEDIANO PLAZO

### ¿Cuál es la tendencia proyectada por el Gobierno en relación con sus ingresos?

Después de la caída prevista en 2016 y 2017 por cuenta de la menor renta petrolera, entre 2018 y 2022 las autoridades prevén una ligera alza de los ingresos totales del GNC, desde el 15,6% hasta el 17,1% del PIB. Posteriormente los ingresos totales se estabilizarían, de forma que al final de 2026 el ingreso del GNC se ubicaría en 16,9% del PIB, esto es, casi 1 pp menos que lo observado el año anterior (ver gráfica 17).

De este total previsto a partir de 2022, un poco más del 10% del PIB corresponde a ingresos internos no petroleros (impuesto a la renta, el IVA y otros tributos como timbre, consumo y gasolina), 1,7% a recaudo de tipo externo y 0,5% a otros ingresos no petroleros (ver gráfica 18). Esta porción de los ingresos tiende a ser muy estable, de forma que compensa la caída estimada en la renta petrolera que se evidencia en la gráfica 5.

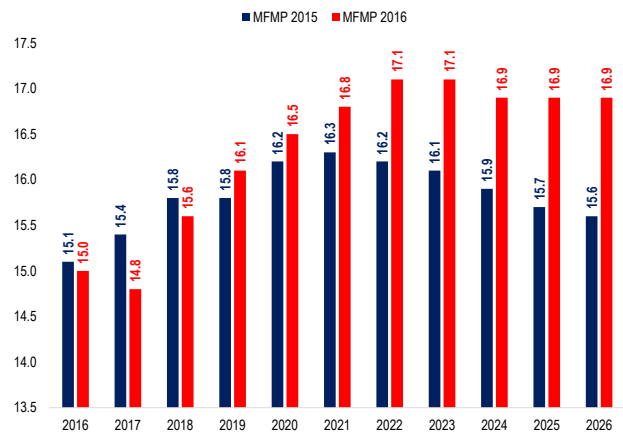
Otros componentes del ingreso que tienden a mostrar una tendencia decreciente en los próximos años son el CREE, el impuesto a la riqueza y el GMF, toda vez que la reforma tributaria aprobada en 2015 contempla desmontes en estos tributos a partir de 2018.

### ¿El escenario base del MFMP tiene contemplados nuevos ingresos?

Sí, y como lo mencionamos el año anterior, en nuestra opinión este es uno de los puntos críticos de las proyecciones fiscales de mediano plazo que tiene el Gobierno. Para compensar la reducción en los ingresos petroleros y el desmonte de algunos impuestos desde el 2018, en su proyección central el Gobierno incorpora dos nuevas fuentes de recursos.

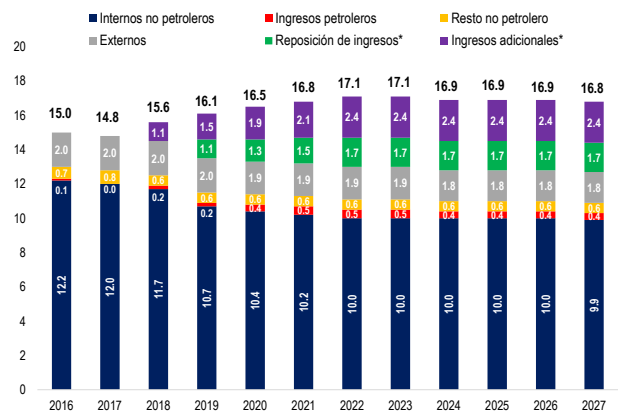
La primera en un rubro denominado ingresos adicionales. Este empieza a incluirse en 2018 por 1,1% del PIB y se incrementa hasta llegar a 2,4% del PIB a partir de 2022, Si bien no hay detalle de cuáles serían estas nuevas fuentes, el hecho de volverse fuentes permanentes de recursos permite suponer que se trataría de nuevos impuestos.

Gráfica 17. Evolución y composición del ingreso esperado del GNC (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Gráfica 18. Composición del ingreso esperado del GNC (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

También es razonable asumir que aquí se incluyen los aumentos de recaudo que las autoridades estiman que provenga de la gestión de antievasión y aumento de eficiencia que realice la DIAN.

La segunda fuente de recursos es la reposición de los impuestos que se desmontarán desde 2019, en particular la sobretasa del CREE, el impuesto a la riqueza y el GMF. El monto proyectado por este concepto pasa de 1,1% del PIB en 2019 a un máximo de 1,7% del PIB en 2022 y 2023. Se asume además que esta reposición es permanente hasta 2027.

### ¿Quiere esto decir que el cumplimiento del escenario base de ingresos depende de que se aprueben nuevas reformas?

Sí. En efecto, para que la senda decreciente del déficit del GNC pueda materializarse se haría necesaria la ejecución de la reposición de los impuestos que van a expirar y los nuevos recursos desde 2018. La suma de estos ingresos por aprobar sería de 4,1% del PIB a la vuelta de 10 años.

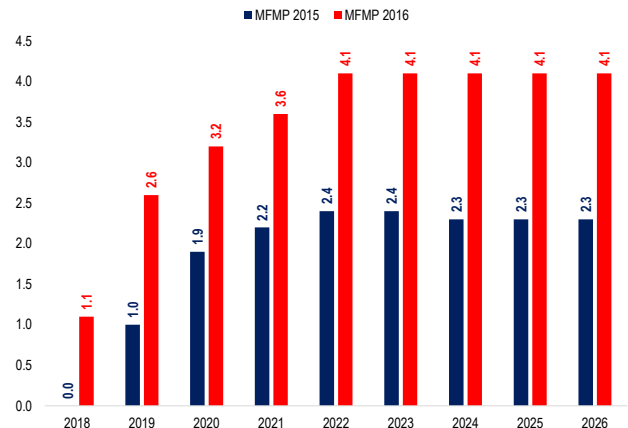
Como se aprecia en la gráfica 19, en el MFMP 2015 se había incluido por primera vez este componente de ingresos no existentes hoy. Lo que se hizo este año fue aumentar de forma significativa este monto. Lo anterior implica que hoy en día la sostenibilidad de las finanzas públicas y el cumplimiento de la regla fiscal están condicionadas a la consecución de recursos que no forman parte del estatuto tributario actual.

### ¿Cómo se compara la proyección de recursos adicionales con las expectativas de recaudo de la reforma tributaria estructural?

Uno de los propósitos fundamentales de la reforma tributaria estructural que el Gobierno presentará al Congreso en el segundo semestre del año es conseguir recursos permanentes que permitan compensar la caída de la renta petrolera, y así propender por el cumplimiento de la senda decreciente del déficit estructural.

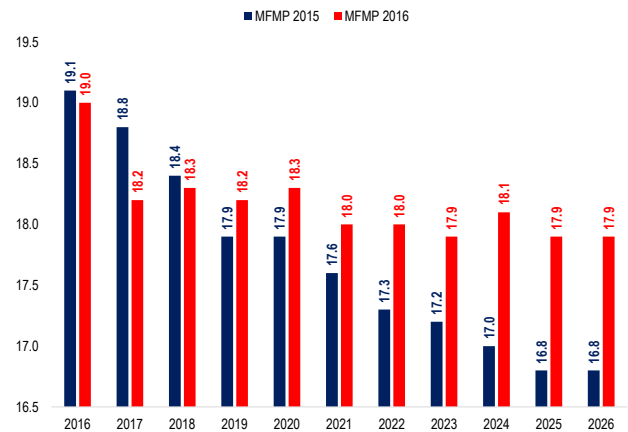
Por eso es importante comparar las proyecciones de ingresos adicionales del MFMP 2016 con las estimaciones preliminares que se tienen frente a la reforma. La propuesta de la Comisión de Expertos para la reforma tributaria estima que el recaudo neto resultante de sus recomendaciones es de 2% del PIB (Anif 2016). Este resultado sería la suma de mayores ingresos por IVA (1,6% del PIB), renta de personas naturales (1,2% del PIB), incorporación de las entidades sin ánimo de lucro (0,3% del PIB) y combustibles (0,1% del PIB).

**Gráfica 19. Ingresos adicionales estimados por el MFMP (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 20. Gastos totales del GNC estimados por el MFMP (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Esto compensaría un menor ingreso por renta de personas jurídicas (-0,7% del PIB) y el desmonte del impuesto a la riqueza (-0,5% del PIB).

Por lo tanto, si asumimos que la reforma que aprobará finalmente el Congreso fuera la planteada por la Comisión, los ingresos adicionales obtenidos solo superarían el monto proyectado de ingresos adicionales en 2018. A partir de 2019 el recaudo obtenido de la reforma sería insuficiente de cara a las necesidades planteadas en el MFMP 2016. Por lo tanto, lo que esto implica es que, a pesar de esta reforma estructural, en el futuro se requerirán reformas tributarias adicionales para cumplir con los pronósticos de las autoridades.

### ¿Qué estiman las autoridades que ocurrirá con el gasto en los próximos años?

El Gobierno proyecta que, después de una caída de 0,8 pps en 2017, los gastos de la administración central como proporción del PIB exhibirán una leve tendencia decreciente, hasta ubicarse cerca del 18% del PIB a lo largo de la próxima década (ver gráfica 21).

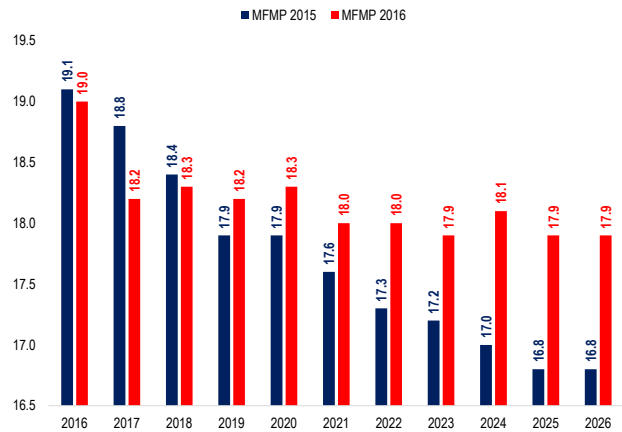
La mayor parte del gasto en los diez años siguientes estará concentrado en transferencias, que alcanzarían un máximo en 2016 y se ubicarían en promedio en 10,8% del PIB hasta 2026 (ver gráfica 22). Este rubro tiene una dinámica preestablecida por el marco normativo, en particular el Sistema General de Participaciones, los pagos de pensiones y el CREE.

Otro componente importante es el pago de intereses, que se estima tienda a crecer en los próximos años debido al aumento en el saldo de la deuda y la depreciación del peso, que incrementa el servicio de los pasivos externos. Los gastos por este concepto en los siguientes 10 años fluctuarán entre 2,5% y 3,2% del PIB.

También se encuentran los servicios personales, que en 2016 ascenderán a 2,4% y que descenderán paulatinamente hasta 1,7% del PIB en 2027, gracias a los esfuerzos en austeridad que desplegará la administración pública. Algo similar ocurriría con los gastos generales, que tenderían a ubicarse en 0,4% dentro de los próximos 10 años.

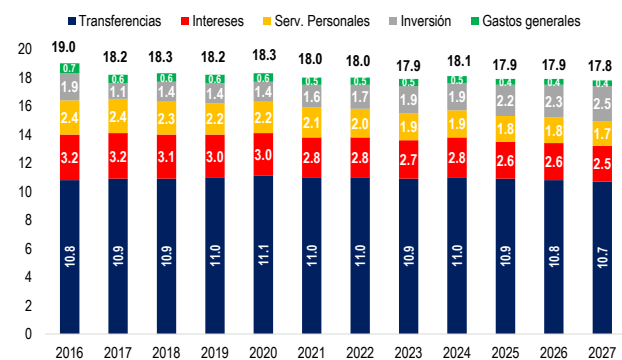
Finalmente, después de haber ascendido a 3% del PIB en 2014, el Gobierno ajustó el gasto en inversión a 1,9% este año y a 1,1% del PIB en 2017.

**Gráfica 21. Gastos totales del GNC estimados por el MFMP (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 22. Descomposición del gasto esperado del GNC (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

A partir de ese punto se asume que se mantendrá por debajo del 2% del PIB hasta 2024, y que pasará nuevamente este umbral en 2025. Con esta perspectiva, es claro que el rubro de inversión resulta el más afectado por el ajuste que se ha debido desplegar para cumplir con la regla fiscal.

## ¿Cómo se compara la actual proyección con lo que se estimaba el año pasado?

La gráfica 21 muestra que la senda de gasto estimado por las autoridades ha cambiado entre 2015 y 2016, desde un decrecimiento sostenido hasta una estabilización. A nuestro juicio, esta revisión refleja unas condicionales más cercanas a la realidad, en la medida en que la tendencia de largo plazo del gasto público en Colombia no es consecuente con una reducción como la que se preveía el año pasado. No obstante, esta revisión puede quedarse corta frente a las necesidades del país en los próximos años.

## Diversos análisis muestran que el nivel de gasto público en la siguiente década debería incrementarse. ¿Estos gastos adicionales están contemplados en el MPMP?

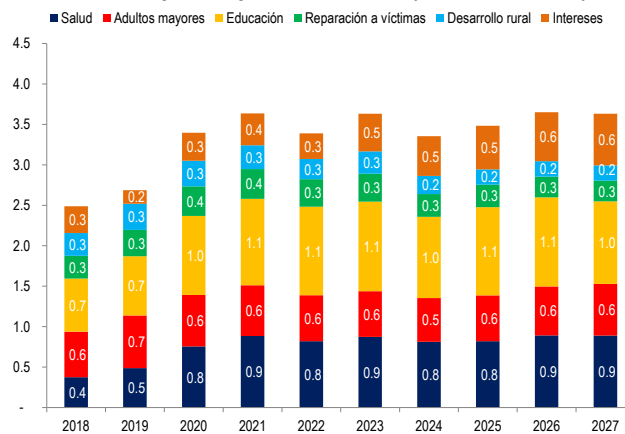
No. A diferencia de lo previsto en el MFMP 2016, es razonable esperar que el gasto del GNC tienda a aumentar en el mediano plazo, con lo que continuaría la tendencia de los últimos 20 años, en el que ha pasado de 10,7% a 19% del PIB.

De una parte, la expansión en el tamaño del Estado que ha resultado de la aplicación de una Constitución garantista como la de 1991 ha llevado a que se incrementen las expectativas de la población colombiana en relación con la provisión de bienes y servicios públicos.

Por su parte, las perspectivas del país en la próxima década llevan a suponer que, en lugar de reducirse, dicha oferta debería seguir incrementándose. En efecto, análisis efectuados por Fedesarrollo (2014 a, b) y López (2014) señalan que este esfuerzo adicional estaría concentrado en los siguientes frentes: costos asociados al posconflicto, aumento en el gasto social, mejora en la calidad de la educación, fortalecimiento del sector salud, atención a adultos mayores y desarrollo rural.

Partiendo de las estimaciones efectuadas por López y Fedesarrollo (2014 b) encontramos que la suma de estos frentes (además de los pagos de intereses) equivale a un gasto adicional cercano a 3,5% del PIB por año en la próxima década (ver gráfica 23).

**Gráfica 23. Descomposición del gasto del GNC adicional estimado para la próxima década (como % del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, López (2014), Fedesarrollo (2014 b).

## ¿Qué dice el MFMP 2016 frente a los costos y el financiamiento del posconflicto?

El documento contiene un recuadro que habla de este tema. En este se explica que la implementación del acuerdo de paz que se espera que el Gobierno firme con las FARC demandarán costos en cuatro frentes: programas de inversión, ejecución de la política de desarrollo rural, participación política y solución al problema de drogas.

Además, en la sección se menciona que en los últimos años el Gobierno ha realizado inversiones en proyectos relacionados con el posconflicto, en particular en el sector agropecuario, el desarrollo rural y la atención a víctimas. Igualmente, se establece que el plan plurianual de inversiones incluye una serie de programas afines al acuerdo de paz.

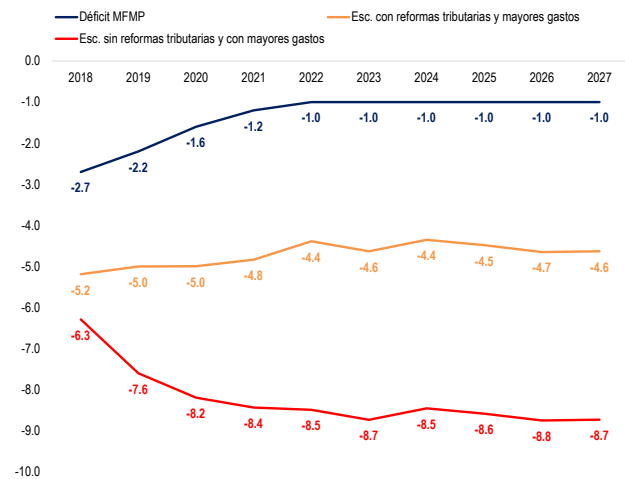
Las autoridades afirman que se han hecho análisis de cómo estos planes se financian, bien sea con recursos del presupuesto de la Nación o de los entes territoriales, con el Sistema General de Participaciones, con el Sistema General de Regalías o con la participación de la comunidad internacional. También se menciona que una fuente de recursos serán los beneficios económicos de la paz.

Teniendo en cuenta lo anterior, el MFMP concluye que las inversiones relacionadas con el acuerdo de paz son fiscalmente viables. Sin embargo, el documento no provee información detallada de los valores proyectados para cada una de las áreas de gasto, ni de cuántos recursos aportará cada fuente de financiamiento. Tampoco define cuántos de los costos ya se encuentran contenidos en el presupuesto de 2016 y 2017, y qué parte de los gastos del posconflicto está incorporado en las proyecciones de mediano plazo que se incluyen en el resto del documento.

Por lo anterior, a pesar de haberse mencionado en el MFMP 2016, no es claro si el tema del posconflicto es parte integral del escenario fiscal planteado por las autoridades, y no contamos con información suficiente para corroborar si la afirmación en torno a su viabilidad financiera es cierta. Por lo anterior, consideramos que hasta tanto esta información detallada no se revele el tema representa un riesgo hacia una mayor ampliación del déficit del GNC en la próxima década.

**Teniendo en cuenta las necesidades crecientes de gasto y la incertidumbre con respecto a las reformas, ¿qué escenarios alternativos de gasto y deuda del GNC pueden plantearse para la próxima década?**

**Gráfica 24. Escenarios de balance total del GNC en el mediano plazo (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda, López (2014), Fedesarrollo (2014 b).

De las respuestas anteriores puede concluirse que, cuando se proyecta el escenario fiscal de Colombia en el mediano plazo, es necesario considerar la posibilidad de que las reformas tributarias asumidas en el MFMP no puedan ser concretadas, o que el gasto siga creciendo como resultado de las mayores necesidades del país.

Los escenarios alternativos (en los cuales no se cumpliría con la regla fiscal) para el balance y la deuda bruta totales del GNC se muestran en las gráficas 24 y 25. La línea amarilla corresponde a un escenario en donde se consiguen los recursos adicionales proyectados en el MFMP 2016, pero los gastos se incrementan. En tales condiciones, el déficit de la Administración Central se mantendría por encima del 4,5% del PIB, y la deuda superaría al final de la siguiente década el 50% del PIB.

Por su parte, en el escenario más ácido se contempla la posibilidad de que las reformas de ingresos no se materialicen, y que de forma simultánea el gasto siga subiendo. Bajo dichas circunstancias, el déficit superaría el 8% del PIB y la deuda llegaría al 70% del PIB.

Lo que estos ejercicios muestran es que, entre los nuevos impuestos que contempla el MPMP 2016 y que no han sido propuestos ni aprobados, y un cálculo razonable de los gastos adicionales, en una perspectiva de 10 años el esfuerzo fiscal que va a necesitar el país puede superar el 7% del PIB.

Este número pone de manifiesto que debemos concebir la reforma tributaria estructural de este año como la cuota inicial de una auténtica reformulación que requerirán las finanzas públicas colombianas. Este replanteamiento debe considerar que la sociedad va a demandar más bienes y servicios públicos, pero que estos deben ser provistos de una forma responsable, que sea consecuente con el principio de austeridad que sustenta la regla fiscal.

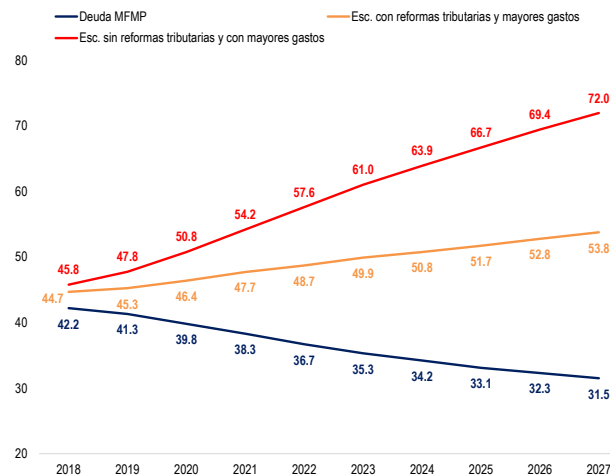
## VIGENCIAS FUTURAS

### ¿Qué son las vigencias futuras (VF)?

Son un instrumento de carácter presupuestal que permite la financiación de proyectos con un fin específico por más de una vigencia fiscal<sup>1</sup> (plurianual), lo que garantiza su desarrollo y permite el cumplimiento de objetivos y políticas de las entidades estatales.

<sup>1</sup> Vigencia fiscal hace referencia al principio presupuestal de anualidad, donde la estructura de presupuesto debe definirse por año fiscal comprendido entre el 1 de enero y el 31 de enero.

**Gráfica 25. Escenarios de deuda del GNC en el mediano plazo (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda, López (2014), Fedesarrollo (2014 b).

**Tabla 7. Total vigencias futuras por tipo (cifras en miles de millones de \$ constantes de 2016)**

	APP	Ordinaria	Excepcional	Total
2017	555	9,010	2,734	12,299
2018	918	5,037	2,068	8,023
2019	1,697	1,307	1,813	4,817
2020	2,673	635	771	4,079
2021	3,296	381	741	4,418
2022	3,390	251	723	4,364
2023-2040	45,564	283	1,527	47,374
<b>Total</b>	<b>58,093</b>	<b>16,904</b>	<b>10,377</b>	<b>85,374</b>

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

Existen tres formas en las que se puede financiar proyectos a partir de vigencias futuras:

1. VF ordinarias: Proyectos que son financiados con al menos 15% del valor del proyecto con presupuesto vigente, y el faltante de financiación con vigencias futuras.
2. VF excepcionales: Proyectos de inversión que no tienen ningún compromiso o afectación sobre el presupuesto de la vigencia actual, y por tanto son financiados en su totalidad con vigencias futuras. Estos proyectos deben estar alineados con los objetivos estratégicos del CONPES previo aval fiscal del CONFIS.
3. VF - APP: Proyectos que involucran capital privado en montos superiores a 6000 SMMLV y plazos no mayores a 30 años. El CONPES, previo concepto del CONFIS define el límite anual para comprometer las vigencias futuras.

La normatividad jurídica que ampara la constitución de las vigencias futuras como herramienta presupuestal son las leyes 819 de 2003, 1508 de 2012 y el Decreto 1068 de 2015.

### ¿Por qué no considerar las VF como deuda pública?

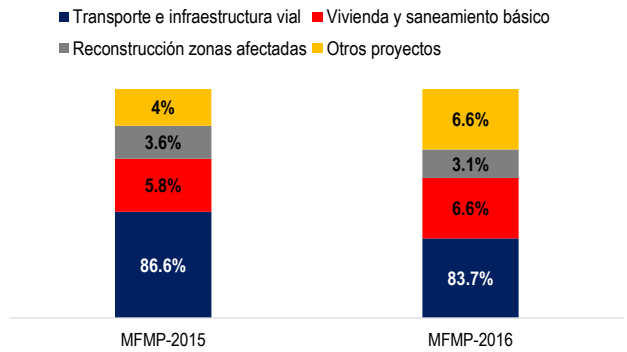
De acuerdo con el MFMP 2016, al ser un instrumento de carácter presupuestal, la constitución del compromiso con cargo a la VF debe estar contemplada en la programación presupuestal de cada vigencia donde se dará el hecho económico. Esto quiere decir que en cada vigencia fiscal se materializa la porción autorizada de vigencia futura a ejecutar. Por el contrario, la deuda reconoce intereses y contempla el pago de un principal sobre un pasivo contraído con cargo al presupuesto de la vigencia actual.

Bajo esta perspectiva, las vigencias futuras dinamizan la consecución de proyectos, pero implican riesgos y la generación de inflexibilidades sobre la programación presupuestal, lo que resta margen de maniobra para el manejo futuro de las finanzas públicas.

### ¿Cuál es el monto autorizado en VF y los destinos según el MFMP 2016?

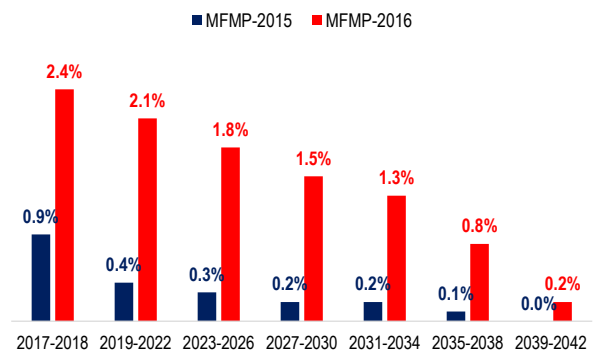
El cupo autorizado en vigencias futuras para los periodos 2017 – 2040 según el MFMP 2016 asciende a \$85,4 billones, de los cuales el 68% corresponden a vigencias futuras con APP, el 19,8% a VF ordinarias y el 12,2% a VF excepcionales.

**Grafica 26. Cupos autorizados de vigencias futuras por destino de inversión 2017 – 2040 (% del total)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda

**Grafica 27. Total vigencias futuras por periodos de gobierno (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda

Es importante mencionar que existe una mayor concentración de vigencias futuras ordinarias y excepcionales a ejecutar en el periodo 2017 – 2018, mientras que las VF – APP presentan una distribución más balanceada en el tiempo (ver tabla 7).

Por destino de inversión, el sector transporte concentra la mayor participación (83,7%). Esto incluye programas de transporte integrados, y la construcción mejoramiento y pavimentación de la infraestructura vial.

En segundo lugar están los programas de vivienda, agua potable y saneamiento básico (6,6%), y 3,3% para programas de adaptación y recuperación de las zonas afectadas por el fenómeno de La Niña en 2011.

Es importante señalar el cambio en la composición de las vigencias futuras frente al MFMP 2015. En particular, se observan descensos en transporte (290 pbs) y reconstrucción de zonas afectadas (50 pbs). En contraste, otros proyectos y vivienda presentaron aumentos en la participación de 260 pbs y 80 pbs respectivamente.

### ¿Cuál es el volumen de compromisos con vigencias futuras que debe ejecutar esta administración?

Como lo revela el MFMP 2016, el 23,8% del cupo autorizado en vigencias futuras deberá ser ejecutado en el periodo 2017 – 2018. Es decir, las vigencias futuras que se estiman sean pagadas en lo que resta del actual gobierno ascienden a \$20.3 billones de pesos. Esto representa el 2,4% del PIB según las proyecciones del Ministerio de Hacienda. Lo que esto implica es que en los próximos años las VF contribuirán a incrementar la inflexibilidad en el gasto público.

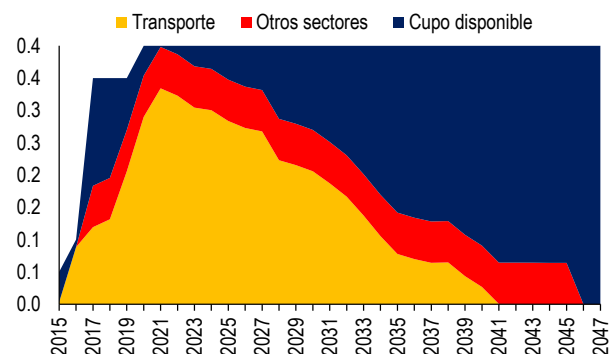
Al observar la concentración de los recursos destinados a inversión para 2017–2018 por VF, encontramos que otros proyectos es el de mayor participación (39,9%), seguido de construcción de zonas afectadas por la ola invernal (15,1%), la concesión Ruta del Sol (7,3%), y los programas de cobertura condicionada a créditos de vivienda y el subsidio familiar de vivienda (5,2%).

**Tabla 8. Cupos autorizados de inversión a ejecutar por parte del gobierno actual**  
(cifras en miles de millones de pesos constantes)

Rubros	MFMP-2015	Part.	MFMP-2016	Part.
Otros proyectos	7,462	39.6%	6,796	39.9%
Construcción zonas afectadas ola invernal	3,073	16.3%	2,569	15.1%
Concesión ruta del Sol	1,912	10.1%	1,246	7.3%
Cobertura créditos de vivienda	1,095	5.8%	878	5.2%
Subsidio Familiar	623	3.3%	881	5.2%
Demas destinos	4,694	24.9%	4,668	27.4%
<b>TOTAL</b>	<b>18,859</b>	<b>100.0%</b>	<b>17,038</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

**Gráfica 28. Cupos de APP (% del PIB)**



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda.

## REFERENCIAS

Anif (2014). *Auge minero-energético en Colombia: ¿hasta cuándo?* Análisis elaborado para la Asociación Colombiana del Petróleo.

Anif (2016). *Reforma tributaria estructural 2016-2018: ¿cuánto podría recaudarse?* Informe Semanal #1302.

Fedesarrollo (2014). *Perspectivas fiscales 2014-2018*. Cuadernos Fedesarrollo 52.

Fedesarrollo (2014). *Necesidades de recursos para el cuatrienio 2014-2018*. Presentación realizada en el debate de coyuntura económica y social de Fedesarrollo, Bogotá, 28 de agosto de 2014.

López, C. (2014). *¿Nueva reforma tributaria? Algunas reflexiones*. Presentación realizada en el debate de coyuntura económica y social de Fedesarrollo, Bogotá, 28 de agosto de 2014.

## Venta de Acciones

**Alejandro Peña Prieto**  
Gerente Comercial Acciones  
alepena@bancolombia.com.co  
+574 6045367

**Esteban Posada Posada**  
Gerente Comercial Acciones  
esposada@bancolombia.com.co  
+574 6045170

**Julian David Gómez Duque**  
Gerente Comercial Acciones  
juligome@bancolombia.com.co  
+574 6045159

**Juan Guillermo Hernandez Hoyos**  
Gerente Comercial Acciones  
guhernan@bancolombia.com.co  
+574 6049811

**Alejandro Escobar Escobar**  
Gerente Comercial Acciones  
aescobar@bancolombia.com.co  
+574 6045166

## Venta de Acciones

**Andrés Felipe Sánchez Quevedo**  
Gerente Comercial Acciones  
anfesanc@bancolombia.com.co  
+571 353 6600 ext 15235

**Juliana Rodríguez Arévalo**  
Gerente Comercial Acciones  
julianro@bancolombia.com.co  
+571 3535234 – 7464300 Ext 37114

**Leonardo Gabriel Rueda Díaz**  
Gerente Comercial Acciones  
lgrueda@bancolombia.com.co  
+571 3535237 - 4886000 Ext 37129

**Luis Eduardo Romero Sellares**  
Gerente Comercial Acciones  
leromero@bancolombia.com.co  
+572 4852789 6440430

**William Cesar Avila Romero**  
Gerente Comercial Acciones  
wcavila@bancolombia.com.co  
575-3695203

## Investigación Económica

**Juan Pablo Espinosa Arango**  
Gerente de Investigaciones Económicas  
juespino@bancolombia.com.co  
+571 7463991 ext. 37313

**Alexander Riveros Saavedra**  
Economista Senior  
egrivero@bancolombia.com.co  
+571 7463980 ext 37303

**Arturo Yesid González Peña**  
Analista de Banca Central y Sistema Financiero  
arygonza@bancolombia.com.co  
+571 7463980 ext 37385

**Henry Alexander Otero Giraldo**  
Analista Internacional y de Mercados  
haotero@bancolombia.com.co  
+571 7463980 ext 37319

**Julian Felipe Huertas Espitia**  
Estudiante en Práctica  
+571 7463988 Ext. 37310  
jfhuerta@bancolombia.com.co

**Sebastian Rocha Cadavid**  
Estudiante en Práctica  
+571 7463988 Ext. 37316  
srocha@bancolombia.com.co

## Investigación en Acciones

**Jairo Julián Agudelo Restrepo**  
Gerente de Investigaciones en Renta Variable  
jjagudel@bancolombia.com.co  
+574 6047048

**Juan Camilo Dauder Sánchez**  
Analista Líder de Petróleo y Energía  
jdauder@bancolombia.com.co  
+574 6049821

**Maria Paula Cortés Durán**  
Analista Líder del Sector Financiero y Small Caps  
mpcortes@bancolombia.com.co  
+571 353 6600 ext 37387

**Diego Alexander Buitrago Aguilar**  
Analista de Energía  
diebuit@bancolombia.com.co  
+571 7463984 ext 37307

**German Zuñiga Saavedra**  
Analista de Infraestructura e Industria  
gzuniga@bancolombia.com.co  
+574 6047045

**Federico Perez Garcia**  
Analista Junior de Petróleo y Gas  
fedgarci@bancolombia.com.co  
+574 6048172

**Viviana Carolina Martínez Franco**  
Estudiante en Práctica  
+571 7463988 Ext. 37376  
vcmartin@bancolombia.com.co

**Andrés Llano Sierra**  
Estudiante en Práctica  
+574 6046496  
allano@bancolombia.com.co

## Asistente de Investigación

**Claudia Restrepo Salazar**  
Editora de Investigaciones  
+574 404 3809  
claurest@bancolombia.com.co

## CONDICIONES DE USO

Este informe ha sido preparado por el área de Análisis Bancolombia, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor.

Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros.

Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés.

En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) durante los últimos 12 meses, Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. y (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, el mismo ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión.

La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento.