

AGOSTO 3
DE 2026

No. 1714

EQUIPO DE INVESTIGACIONES

Presidente

José Ignacio López

Vicepresidente

Luz Magdalena Salas

Jefe de estudios macroeconómicos

Valentina Guio

Jefe de estudios sectoriales

Fabián Suárez

Investigadores

María Carolina Gutiérrez

María Paula Campos

Thomas Martínez

Daniel Aguilar

Luis Felipe González

Nicole Torres

Karen Lozano

Sebastián Díaz

Jerónimo Salazar (Pasante)

ISSN 1794-2616

CON EL APOYO DE:



Evidencia para un ajuste fiscal basado en menor gasto

- Un ajuste fiscal en Colombia es impostergable. La literatura económica sugiere que dichos ajustes tienen efectos adversos sobre la actividad económica, pero no es claro si la composición, bien sea con mayores impuestos o recortes de gasto, importa en materia de crecimiento.
- Un nuevo estudio publicado como documento de trabajo del programa Initiative for Policy Dialogue (IPD) de la Universidad de Columbia, en el que ANIF participó, estudia episodios de ajuste fiscal en 9 países de América Latina para el período 1989-2024.
- Esta investigación encuentra que cuando el endeudamiento público es alto, como lo es actualmente en Colombia, un ajuste fiscal basado en aumento de impuestos golpea el crecimiento hasta 4 veces más que uno basado en recorte de gasto.
- Los recortes de gasto también tienen mayor probabilidad de lograr mejoras duraderas en las cuentas fiscales, hasta 16 puntos porcentuales adicionales en la probabilidad éxito del ajuste tres años después en comparación con las consolidaciones tributarias.

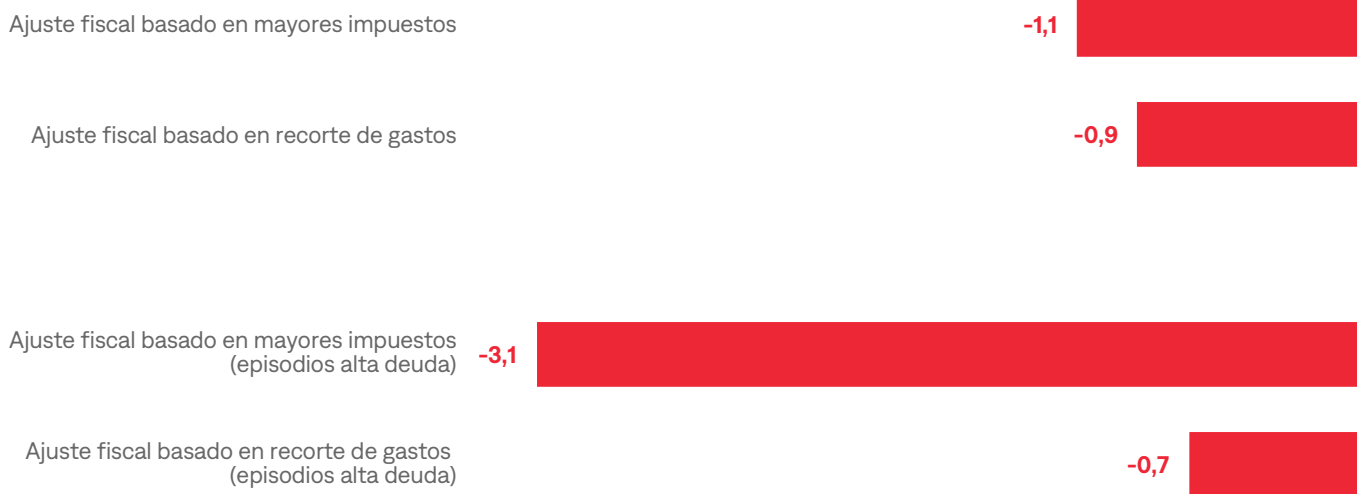
Frente a los actuales desbalances fiscales, un proceso de consolidación fiscal en Colombia resulta inevitable. La literatura económica ha documentado que los programas de consolidación fiscal suelen generar efectos contractivos sobre la actividad económica en el corto plazo¹. No obstante, no existe consenso sobre si esos costos dependen de la composición del ajuste —mayores impuestos o menores gastos— y, especialmente, si dependen del nivel de endeudamiento público, en particular en el caso de América Latina.

Con el propósito de responder esa pregunta, una nueva investigación recientemente publicada como documento de trabajo en el programa IPD de la Universidad de Columbia²,

¹ Para el caso de América Latina, véase Carrière-Swallow, Yan, Antonio C. David y Daniel Leigh. 2021. «Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation in Emerging Economies: New Narrative Evidence from Latin America and the Caribbean». *Journal of Money, Credit and Banking* 53 (6): 1313–1335.

² López, Jose Ignacio, y Jonathan Malagón. 2026. "Fiscal Adjustments in Latin America: The Role of Composition and Public Debt." Working Paper. Initiative for Policy Dialogue, Columbia University. <https://ipdcolumbia.org/publication/fiscal-adjustments-in-latin-america-the-role-of-composition-and-public-debt/>

Gráfico 1. Efectos de un programa de ajuste fiscal en el crecimiento económico (puntos porcentuales)



Fuente: López, Jose Ignacio, y Jonathan Malagón. 2026. "Fiscal Adjustments in Latin America: The Role of Composition and Public Debt." Working Paper. Initiative for Policy Dialogue, Columbia University.

con participación de ANIF, construye una base de datos con 61 episodios de consolidación fiscal en 9 economías de América Latina para el período 1989 - 2024. El estudio identifica medidas discrecionales de política fiscal utilizando documentos oficiales del FMI, presupuestos nacionales y publicaciones de bancos centrales, apoyándose en modelos de lenguaje de inteligencia artificial (ChatGPT y Claude) para clasificar sistemáticamente las medidas tributarias y de gasto³.

Esta investigación documenta que los ajustes fiscales basados en impuestos y los sustentados en reducciones del gasto presentan costos similares sobre la actividad económica (-1,1 y -0,9, respectivamente). Sin embargo, dichos costos son muy diferentes cuando los países enfrentan elevados niveles de deuda pública.

En momentos de alto endeudamiento⁴, un programa de ajuste equivalente al 1% del PIB basado principalmente en aumentos de impuestos reduce el crecimiento económico alrededor de 3,1 puntos porcentuales, mientras que uno basado en reducciones del gasto tiene un efecto cercano a 0,7 puntos porcentuales. En otras palabras, cuando la deuda es alta, el costo de una consolidación tributaria es aproximadamente cuatro veces mayor que el de una consolidación apoyada en el gasto (Gráfico 1).

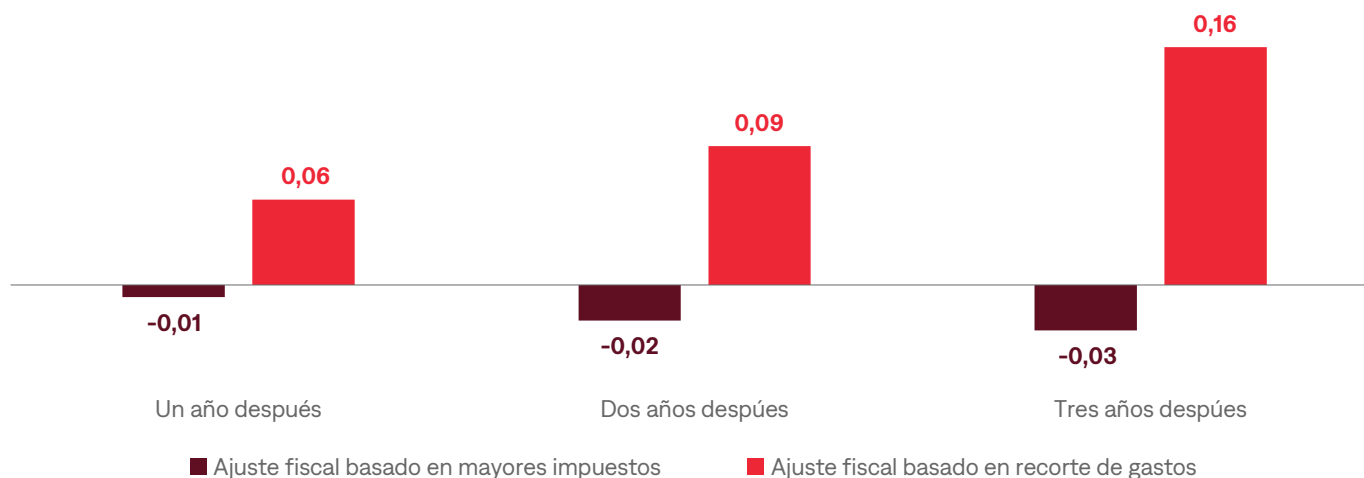
Existen varias razones que ayudan a explicar este resultado. Los recortes de gasto pueden enviar una señal más creíble sobre la sostenibilidad futura de las finanzas públicas, contribuyendo a reducir la percepción de riesgo y los costos de financiamiento⁵. En cambio, los aumentos de impuestos tienden a afectar de mane-

³ Esta investigación sigue la metodología de Romer y Romer (2010) y Devries et al. (2011), identificando medidas discrecionales de política fiscal a partir de los informes del Artículo IV del FMI, complementados con documentos presupuestales y publicaciones de los bancos centrales. Como innovación metodológica, utiliza modelos de lenguaje de IA para clasificar sistemáticamente las medidas de política fiscal.

⁴ Para clasificar dichos episodios, donde los países parten de un alto nivel de endeudamiento, se adopta una definición específica por país: se calculan los quintiles de la distribución de deuda pública como % del PIB de cada economía sobre el período de la muestra y se clasifica un episodio como de alto endeudamiento cuando dicho indicador un año previo al programa de ajuste se ubica en los dos quintiles superiores de su propia distribución.

⁵ Los ajustes fiscales basados en reducción del gasto parecen operar a través del canal de expectativas enfatizado por el trabajo de Bianchi, Ottonello y Presno (2023): los recortes de gasto, al señalar una reducción duradera en las necesidades futuras de financiamiento del gobierno, comprimen la prima de riesgo soberano y compensan parcialmente el impulso negativo de demanda, mitigando el costo en términos de actividad económica de la consolidación, precisamente cuando la percepción de riesgo fiscal es más relevante. Véase Bianchi, J., P. Ottonello, and I. Presno (2023). Fiscal stimulus under sovereign risk. *Journal of Political Economy*, 131(9), 2328–2369.

Gráfico 2. Cambio en la probabilidad de lograr una consolidación fiscal superior a 1,5% del PIB en el balance primario tras un programa de ajuste fiscal



Fuente: López, Jose Ignacio, y Jonathan Malagón. 2026. "Fiscal Adjustments in Latin America: The Role of Composition and Public Debt." Working Paper. Initiative for Policy Dialogue, Columbia University.

ra más directa las decisiones de consumo, inversión y producción, especialmente en economías donde la carga tributaria ya es elevada o la confianza empresarial es reducida.

El estudio encuentra además que la composición del ajuste también determina sus probabilidades de éxito⁶. Las consolidaciones basadas en reducciones del gasto muestran una mayor capacidad para generar mejoras persistentes en el balance primario. Tres años después del inicio del programa, la probabilidad de alcanzar una mejora sostenida de las cuentas fiscales es hasta 16 puntos porcentuales mayor que en los ajustes sustentados principalmente en aumentos tributarios (Gráfico 2).

Estos resultados son especialmente relevantes para Colombia. El próximo gobierno deberá compatibilizar un ajuste fiscal con una estrategia que minimice los costos sobre el crecimiento económico. La evidencia

aquí presentada sugiere que la composición del ajuste será tan importante como su magnitud.

Naturalmente, reducir el gasto público no significa recortar de manera indiscriminada. La calidad del ajuste es fundamental. Un programa exitoso debe proteger la inversión pública de alto impacto y el gasto social bien focalizado, al tiempo que corrige ineficiencias, elimina programas de baja efectividad y fortalece la disciplina presupuestal.

En definitiva, la experiencia latinoamericana muestra que no todos los ajustes fiscales son iguales. Cuando la deuda pública alcanza niveles elevados, privilegiar una consolidación basada en el gasto no solo reduce el costo en términos de crecimiento económico, sino que también incrementa las probabilidades de lograr una mejora duradera de las finanzas públicas. Para Colombia, donde el ajuste ya no es una opción sino una necesidad, esa lección resulta particularmente oportuna.

⁶ Para este análisis, el trabajo de investigación construye un indicador binario que toma valor de 1 cuando el balance primario, en porcentaje del PIB, mejora al menos 1,5 puntos respecto del año previo, evaluado sobre una ventana de dos años posteriores al episodio. Para este análisis se estima un modelo de probabilidad lineal con el indicador de éxito a uno, dos y tres años.

INDICADORES ECONÓMICOS

		\$MM(1)	CAMBIO PORCENTUAL ANUAL			
	Fecha de corte	26 junio 2026	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		229.644	11,8	12,1	12,8	16,0
2. Base monetaria (B)		192.245	12,4	14,8	14,6	14,9
3. Efectivo		150.664	11,9	14,1	14,7	21,6
4. Cuentas corrientes		78.981	11,7	8,3	9,4	6,6
5. Cuasidineros		741.547	10,1	9,4	12,5	10,6
6. Total ahorro bancos comerciales		370.926	12,3	11,7	16,4	9,9
7. CDTs		370.218	7,8	7,1	8,8	11,3
8. Bonos		20.542	4,2	-2,5	-7,7	-23,9
9. M3		1.020.712	10,3	10,8	12,1	10,7
10. Cartera total		728.369	9,7	9,1	9,6	5,2
11. Cartera moneda legal		713.655	10,1	9,4	10,1	5,5
12. Cartera moneda extranjera		14.714	-5,9	-4,3	-7,5	-5,1
13. TES®	10-jul-26	760.359	18,9	18,4	13,5	15,6
14. I.P.C.	Jun		6,14	5,84	5,56	4,82
15. IPC sin alimentos	Jun		5,98	5,79	5,40	4,94
16. IPC de alimentos	Jun		6,83	6,05	6,27	4,31
17. TRM (\$/US\$)	Jul14	3.248,87	-18,86	-16,19	-15,82	1,49
VALORES ABSOLUTOS						
18. Reservas internacionales®			67.013	67.301	66.436	64.993
19. Saldo de TES (\$MM)			760.359	742.559	680.006	639.609
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Jul14		\$ 415,6	\$ 415,6	\$ 407,2	\$ 392,7
21. DTF efectiva anual	14-jul/19-jul		10,16	9,93	10,01	8,92
22. Tasa interbancaria efectiva	Jul9		11,97	11,24	11,23	9,25

FECHAS CLAVE

Agosto 3 al 7 de 2026

LUNES 3

Brasil: PMI Manufacturero, julio
México: PMI Manufacturero, julio

MARTES 4

Colombia: Exportaciones, junio
EE.UU: Balanza Comercial, junio
EE.UU: Encuesta JOLTS de ofertas de empleo, junio

MIÉRCOLES 5

EE.UU: PMI Compuesto, julio
Zona Euro: IPP, junio
Brasil: Decisión de tasa de interés

JUEVES 6

Colombia: IPP, julio
México: Decisión de tasa de interés
China: Balanza comercial, julio

VIERNES 7

Colombia: Festivo
EE.UU: Tasa de desempleo, julio
México: Inflación, julio
Chile: Inflación, julio

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.

Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 10 de julio, último corte disponible.

La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.

Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.