



ESCUELA SUPERIOR
DE ADMINISTRACIÓN
PÚBLICA

Nota de Gobierno¹

Noviembre 2025
No. 006

**Cómo leer el cambio en el perfil
de la deuda en Colombia:
qué significa, qué genera
y qué puede dejar.**

1 Documento elaborado por
Jorge Enrique Sáenz Cástro
Carlos David Alape Gámez

Siglas

1. Introducción

2. En qué consiste el cambio en el perfil de la deuda: arquitectura operativa de la estrategia

2.1. Descripción general de la Operación de Manejo de Deuda.

2.1.1. Etapa 1. Uso de caja para recompra de deuda

2.1.2. Etapa 2. Obtención de liquidez mediante TRS

2.1.3. Etapa 3. Emisión de bonos y cierre del TRS

3. Primeros efectos del cambio en el perfil de la deuda

3.1. Contexto previo: un mercado tensionado

3.2. La apuesta en francos suizos y el carry trade

3.3. El papel del tipo de cambio: ¿alivio o amenaza?

3.4. Caja fiscal agotada: el límite del Tesoro

3.5. Volatilidad cambiaria: el nuevo límite del Tesoro

3.6. Subastas de Títulos de Tesorería: alivio con costo

3.7. Curva de rendimientos: validación endógena

3.8. Percepción internacional: Credit Default Swap y riesgo país

3.9. Factores externos: el dólar debilitado

3.10. Nuevos bonos globales en euros: oportunidad y riesgo

4. Qué puede dejar la OMD hacia adelante: implicaciones y riesgos

4.1. Sostenibilidad de la deuda y riesgo cambiario

4.2. Déficit persistente y dependencia de los Títulos de Tesorería

4.3. Credibilidad fiscal y contexto electoral

4.4. Crowding out: presión sobre el financiamiento privado

4.5. Reflexión final: riesgos y sostenibilidad hacia adelante

5. Conclusiones

6. Recomendaciones

6.1. Al Gobierno nacional

6.2. A los gobiernos subnacionales

Referencias

Nota de Gobierno

Noviembre
2025

Índice de figura, tablas y gráficos

Figura 1. Estructura operativa de la Operación de Manejo de Deuda (2025–2026)

Tabla 1. Composición de la deuda pública en Colombia (2025)

Tabla 2. Vulnerabilidades y variables de portafolio en Colombia (2025)

Gráfico 1. Tasa de valoración por tipo de título entre enero y septiembre de 2025.

Gráfico 2. Inflación y tasa de política monetaria de Suiza.

Gráfico 3. Saldo de disponibilidades de los Depósitos Remunerados del Tesoro Nacional (DTN).

Gráfico 4. Inflación y tasa de política monetaria de Suiza.

Gráfico 5. Saldo de Títulos de Tesorería (TES) en circulación.

Gráfico 6. Curva de rendimientos actual de los de Títulos de Tesorería (TES) en circulación, por tipo de título.

Gráfico 7. Curva Credit Default Swap a 5 años (2018-2025).

Gráfico 8. Dólar normalizado

Gráfico 9. Evolución del Índice DXY

Gráfico 10. Curva de rendimiento de los Bonos Globales (dólares y euros)

Gráfico 11. Comparación de curva de rendimiento de los Bonos Globales en euros

Gráfico 12. Saldo de la deuda pública, en porcentaje del PIB

Gráfico 13. Déficit fiscal proyectado en el acuerdo con Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Gráfico 14. Spread entre deuda corporativa en tasa fija y tasa de política

Gráfico 15. Spread entre deuda corporativa y deuda pública en tasa fija

Siglas

CDS	Credit Default Swap
Cepal	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CHF	Abreviatura del franco suizo (Confœderatio Helvetica Franc)
COP	Abreviatura del peso colombiano, asignada por la ISO 4217
DTN	Depósitos Remunerados del Tesoro Nacional
DXY	Índice que mide el valor del dólar frente a una cesta de monedas fuertes
ESAP	Escuela Superior de Administración Pública
EUR	Abreviatura del euro.
IPC	Índice de Precios al Consumidor
MFMP	Marco Fiscal de Mediano Plazo
Minhacienda	Ministerio de Hacienda y Crédito Público
OMD	Operación de Manejo de Deuda
pbs	Puntos básicos
PIB	Producto Interno Bruto
TCO	Títulos de Corto Plazo
TES	Títulos de Tesorería
TPM	Tasa de Política Monetaria
TRS	Total Return Swap
USD	Abreviatura del dólar estadounidense, según el estándar internacional
UVR	Unidad de Valor Real



Escuela Superior de Administración Pública, ESAP

Jorge Iván Bula Escobar
Director General Nacional

Mario Moises Juvinao Daza
Director - Escuela de Alto Gobierno

Equipo de gestión del conocimiento
Escuela de Alto Gobierno - ESAP
Carolina Wilches Cortés
Ivonne Johana Garcia Pulido
Estefany Giiseth Ladino Tellez
Henry David Cardozo Vesga

Corrección, diseño y diagramación
Escuela de Alto Gobierno - ESAP
Luisa Maria Navas Camacho
Julián Parrado Triana

Noviembre 2025

¹ Carlos David Alape Gámez es estudiante del Programa de Administración Pública de la ESAP. Su participación en esta Nota de Gobierno es rigurosa y comprometida con el análisis fiscal del país y responde al compromiso de la Escuela de Alto Gobierno con la promoción de semilleros de investigación y la formación de capacidades técnicas en las nuevas generaciones de servidores y servidoras públicas. (Nota editorial).

JORGE ENRIQUE SÁENZ CÁSTRO

jorge.saenz@esap.edu.co

Economista con formación en la Universidad de Krakowia, Polonia, y experiencia docente en varias universidades. Actualmente es profesor en la Escuela Superior de Administración Pública (ESAP) y ha sido asesor del Departamento Nacional de Planeación (DNP) en Colombia.

Sus especialidades incluyen economía, finanzas públicas y medio ambiente. Destaca su libro *Macroeconomía en Contexto* y artículos en revistas académicas.

CARLOS DAVID ALAPE GÁMEZ¹

Economista, estudiante Administración Pública y maestrante en Economía Aplicada de la Universidad de los Andes. Cuenta con experiencia como investigador académico, columnista de opinión y analista del mercado financiero. Ha trabajado como pasante en el Departamento de Estudios de Política Económica del Banco de la República de Colombia, columnista en el diario *LaRepública*, profesor asistente en la Universidad de los Andes y Analista II de Renta Fija en la Dirección de Análisis y Estrategia de Aval Casa de Bolsa.

Sus áreas de interés incluyen la macroeconomía, la econometría y el mercado de capitales.

1. Introducción

En la dinámica fiscal contemporánea, la deuda pública constituye una herramienta esencial para garantizar el funcionamiento del Estado. Simboliza el conjunto de compromisos financieros que el Gobierno nacional asume para cubrir la diferencia entre los ingresos corrientes y las necesidades de gasto.

En Colombia, los Títulos de Tesorería (TES) son el principal mecanismo de financiamiento interno: el Estado emite estos bonos en el mercado local para obtener liquidez inmediata, a cambio de pagar intereses periódicos y devolver el capital en una fecha posterior.

Más allá del monto total, la sostenibilidad de la deuda depende de su perfil: los instrumentos utilizados, la moneda de denominación, los plazos de vencimiento, las tasas de interés y la composición de los acreedores. Estos factores determinan la exposición del país a choques financieros, su vulnerabilidad externa y la credibilidad de la política económica.

Diversos estudios han señalado que la deuda pública cumple una doble función: refleja el estado de las finanzas públicas y, simultáneamente, actúa como indicador de calidad institucional (Ostry, Ghosh, Kim & Qureshi, 2010; Reinhart & Rogoff, 2010; Weingast, 2009). Una mayor proporción de deuda en moneda extranjera amplifica los riesgos cambiarios; una alta concentración de vencimientos de corto plazo incrementa la presión de refinanciamiento, y una participación significativa de inversionistas externos eleva la sensibilidad frente a la volatilidad de los mercados internacionales.

Las experiencias recientes de Panamá, Angola, Ghana, Egipto, Sri Lanka y Argentina evidencian los riesgos asociados con perfiles de deuda vulnerables: presiones de liquidez, incrementos abruptos en los costos de financiamiento y necesidad de reestructurar la deuda. Aunque los préstamos de corto plazo respaldados por bonos soberanos ofrecieron alivio inmediato, también expusieron a estos países a reestructuraciones, incumplimientos y llamadas de margen (*margin calls*²).

En un contexto similar, Colombia presenta un endeudamiento equivalente al 54 % del PIB (corte: febrero de 2025), conformado por una deuda interna de 701,9 billones de pesos y una deuda externa de 333,5 billones, lo que refleja una clara preferencia por el financiamiento doméstico. Dentro de la deuda interna, los Títulos de Tesorería (TES) tradicionales concentran el 59,2 % del total, los TES indexados a la UVR el 29,8 %, los Títulos de Corto Plazo el 5,4 %, los TES verdes el 0,6 % y otros instrumentos de deuda interna el 5 %, completando así el 100 % del portafolio local

² Las *margin calls* son requerimientos de garantía adicional que surgen cuando el valor de los activos entregados, que actúa como colateral en una operación financiera, cae por debajo del nivel pactado. El prestatario debe aportar recursos o activos adicionales para restablecer el valor de la garantía.

Esta composición revela una estrategia orientada a reducir la exposición cambiaria mediante una mayor participación de deuda en moneda nacional, aunque mantiene una elevada sensibilidad frente a las tasas internas y la dinámica inflacionaria. La Tabla 1 resume la estructura global de la deuda pública —interna y externa— y permite dimensionar el peso relativo de cada componente dentro del total del endeudamiento soberano.

Tabla 1. Composición de la deuda pública en Colombia. 2025.

Monto en COP	Rubro
1.035,4 billones, equivalentes, aprox., al 54 % del PIB (corte: 28 febrero 2025).	Saldo total de la deuda pública.
333,5 billones	Deuda externa
701,9 billones	Deuda interna
De la deuda interna	
415,8 billones	Títulos de Tesorería (TES)
209,3 billones	Títulos de Tesorería (TES) indexados a la Unidad de Valor Real (UVR)
37,6 billones	Títulos de Corto Plazo (TCO)
4,3 billones	Títulos de Tesorería (TES) Verdes
35 billones	Otros instrumentos de deuda interna ³

Fuente: elaboración basada en cifras de MinHacienda (s.f.)

³ Este rubro corresponde a obligaciones financieras internas del Gobierno Nacional Central distintas de los TES y los TCO, principalmente créditos con la banca de desarrollo y pagarés del Tesoro Nacional, según información oficial del Boletín de Deuda Pública (MHCP, corte 2025).

En conjunto, los datos evidencian que la deuda pública colombiana mantiene una fuerte concentración en financiamiento interno, acompañada de una participación externa significativa que expone al país a riesgos cambiarios y de refinanciamiento. Este equilibrio parcial entre ambos componentes otorga cierto margen de maniobra fiscal, pero también revela vulnerabilidades asociadas a la composición del portafolio, a la dinámica macroeconómica y a las condiciones de los mercados financieros.

Estas vulnerabilidades se resumen en la Tabla 2, que sintetiza los principales factores de exposición y los hechos que actualmente condicionan la sostenibilidad de la deuda pública.

Tabla 1. Vulnerabilidades y variables del portafolio de la deuda. Colombia, 2025.

Categoría	Indicadores/ Hechos causados
Características financieras	<ul style="list-style-type: none"> Alta exposición a inversionistas extranjeros. Mayor peso de deuda indexada a la inflación Tasas internas elevadas.
Política fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Déficit fiscal: 7,1 % del PIB Suspensión de la regla fiscal.
Política monetaria	<ul style="list-style-type: none"> Inflación: 5,1 % (meta oficial de 3 %) Tasa de interés: 9,25 %, sin perspectivas de que la reduzca el Banco de la República.

Frente a este panorama de tensiones fiscales y financieras, el Gobierno implementó a partir de junio de 2025 una Operación de Manejo de Deuda (OMD) orientada a aliviar las presiones de liquidez y mejorar el perfil de vencimientos. La estrategia se desarrolló en tres fases: i) uso de recursos en caja, ii) búsqueda de liquidez temporal sin recurrir de inmediato a nuevo endeudamiento y iii) emisión de títulos en condiciones más favorables. Con ello, se buscó suavizar la curva de rendimientos y ampliar el margen fiscal en un entorno de financiamiento restrictivo.

Si bien la OMD logró un alivio parcial en el corto plazo, especialmente en términos de liquidez y manejo de vencimientos, también configuró un esquema de financiamiento más sensible a las tasas de interés y a la dinámica inflacionaria.

Pese a estos esfuerzos, la incertidumbre fiscal persiste. El Presupuesto General de la Nación 2026, aprobado por 546,9 billones de pesos, depende de la aprobación de una ley de financiamiento para cubrir una brecha estimada de 16 billones. La demora o el rechazo de dicha ley podría dejar al Gobierno sin fuentes adicionales de recursos en un año electoral, elevando la percepción de riesgo y la volatilidad en los mercados de deuda.

En este contexto, la presente Nota de Gobierno, elaborada por la Escuela de Alto Gobierno de la ESAP, analiza en qué consiste el cambio en el perfil de la deuda, sus impactos inmediatos y las implicaciones de mediano plazo para la sostenibilidad fiscal. Más que un análisis coyuntural, se propone una reflexión estructural que ofrezca a las autoridades nacionales y territoriales herramientas para anticipar riesgos, aprovechar oportunidades y fortalecer la sostenibilidad fiscal en todos los niveles de gobierno.

2. En qué consiste el cambio en el perfil de la deuda: arquitectura operativa de la estrategia

El primer paso para entender la OMD es tener claridad sobre qué se hizo y cómo se organizó. La Figura 1, elaborada por el equipo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana, presenta una reconstrucción esquemática de la estrategia de manejo de deuda implementada entre junio de 2025 y julio de 2026, la cual se desarrolló en tres etapas consecutivas. Cada etapa utilizó instrumentos diferentes para responder a una misma necesidad fiscal: aliviar las presiones inmediatas de liquidez y ajustar el perfil de la deuda sin recurrir, en una primera instancia, a emisiones convencionales.

El objetivo de esta sección es guiar al lector en la interpretación de la figura, explicando qué representa cada bloque dentro de la secuencia y cómo se conectan entre sí. Aún no se trata de evaluar impactos ni anticipar consecuencias, sino de describir y ordenar la arquitectura operativa de la estrategia. Esta figura servirá como base ilustrativa para comprender el funcionamiento del esquema y como punto de partida para el análisis desarrollado en las siguientes secciones.

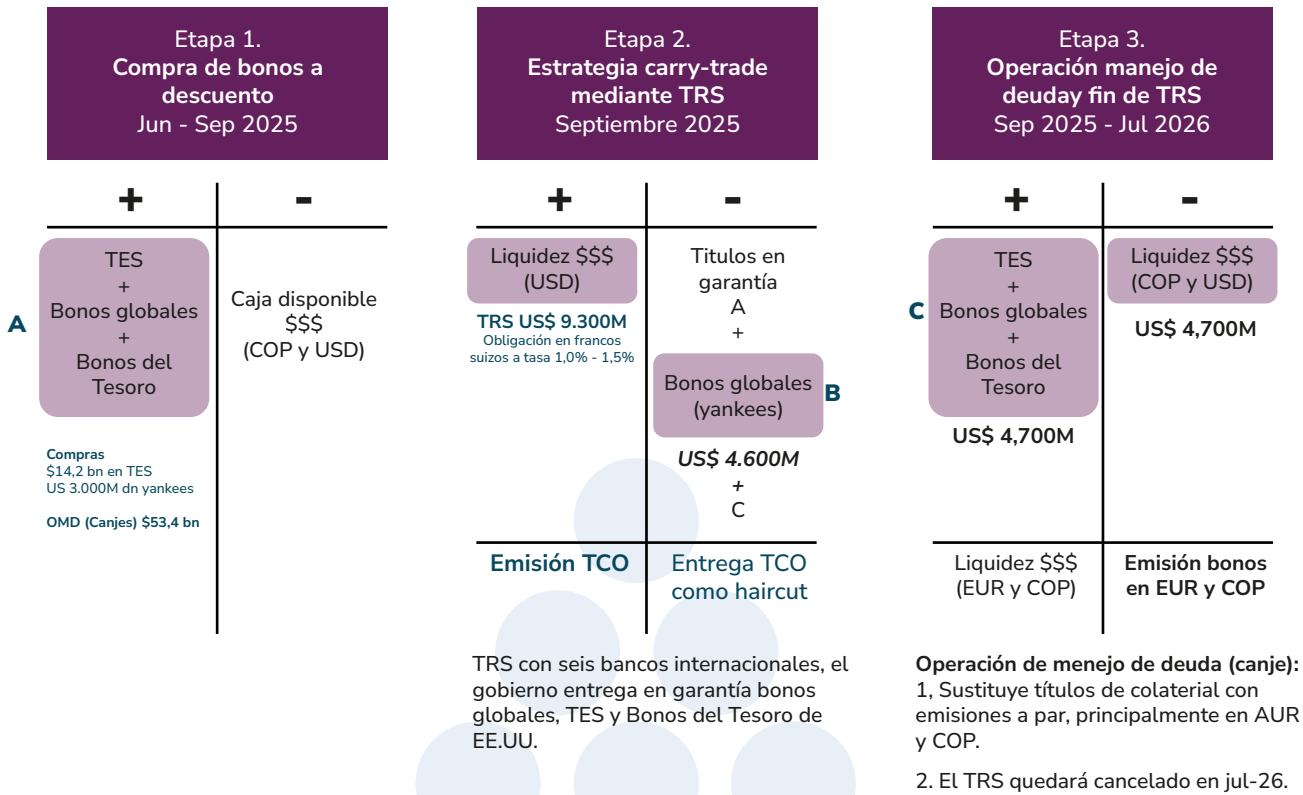
2.1. Descripción general de la OMD y su representación en la Figura 1

La Figura 1 organiza de manera esquemática la secuencia de decisiones de manejo de deuda adoptadas entre junio de 2025 y julio de 2026. El diagrama muestra tres etapas consecutivas que, aunque no fueron anunciadas como un plan unificado, conforman una estrategia con continuidad operativa.

En los apartados siguientes se explica cada etapa, en el mismo orden en que aparece representada en la figura.

Figura 1: Mapa de calor de las cargas factoriales (ACP)

La estrategia de Manejo de Deuda en el Ministerio de Hacienda: Obtener liquidez de corto plazo (TRS) para gestionar la deuda



Fuente: Corficolombiana – Dirección de Investigaciones Económicas.

2.1.1. Etapa 1. Uso de caja para recompra de deuda

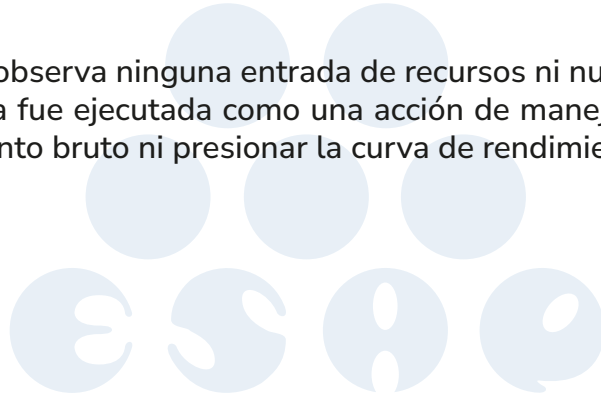
La primera etapa de la OMD, que abarca el período comprendido entre junio y septiembre de 2025, corresponde al uso de caja fiscal previamente acumulada, tanto en moneda local (COP) como extranjera (USD), para realizar recompras de deuda en el mercado secundario. Esta operación —representada gráficamente en el recuadro izquierdo de la Figura 1— está etiquetada como “Etapa 1 – Compra de bonos a descuento”, representada mediante el signo (-), que se extiende desde el bloque blanco denominado “Caja disponible” hacia el bloque azul claro que agrupa los títulos recomprados.

En dicho bloque, se enumeran tres tipos de títulos:

1. TES⁴ por \$14,2 billones
2. Bonos globales⁵ por USD 3.000 millones
3. Operaciones de Manejo de Deuda⁶ (OMD) por \$53,4 billones

Según el rótulo de la figura, los títulos fueron recomprados a descuento, lo que sugiere que su precio de mercado era inferior al valor nominal⁷. Este tipo de operación permite reducir el saldo de deuda sin emitir nuevos títulos, utilizando únicamente liquidez existente.

A nivel visual, no se observa ninguna entrada de recursos ni nuevas emisiones, lo que indica que esta etapa fue ejecutada como una acción de manejo pasivo, sin alterar el nivel de endeudamiento bruto ni presionar la curva de rendimientos local⁸.



⁴ Se definen como instrumentos de deuda interna emitidos por el Gobierno Nacional en el mercado local, denominados en pesos colombianos. Son una de las principales herramientas de financiamiento del Estado colombiano.

⁵ Se entienden como instrumentos de deuda emitidos por Colombia en mercados internacionales, denominados en divisas como el dólar estadounidense. Se colocan en bolsas extranjeras y son adquiridos principalmente por inversionistas institucionales.

⁶ Las OMD incluyen canjes, recompras y otras modificaciones contractuales del portafolio con el fin de mejorar su sostenibilidad o reducir riesgos asociados al perfil de vencimientos.

⁷ El valor nominal (también llamado valor facial) es el valor fijo que un título de deuda (como un bono) promete pagar a su vencimiento.

⁸ Es una representación gráfica de las tasas de interés exigidas por los inversionistas para distintos plazos. Una curva más empinada suele reflejar incertidumbre o riesgo percibido a largo plazo.

2.1.2. Etapa 2. Obtención de liquidez mediante TRS

La segunda etapa de la estrategia se desarrolla en septiembre de 2025, una vez agotada la caja fiscal utilizada en la etapa anterior. En el bloque central de la Figura 1 se representa el ingreso de liquidez en dólares sin necesidad de realizar una emisión convencional, a través de un instrumento financiero derivado conocido como Total Return Swap (TRS)⁹, acordado con seis bancos internacionales.

El diagrama identifica tres componentes principales:

1. Signo positivo (+) junto al recuadro verde claro “Liquidez USD”, que indica la entrada de hasta USD 9.300 millones a través del TRS, respaldado por la emisión de TCO.
2. Signo negativo (-) asociado a los activos entregados como colateral, distribuidos en tres grupos:
 - o “Títulos en garantía A”: bonos globales recomprados en la fase anterior.
 - o “Títulos en garantía B”: incluye bonos Yankees previamente emitidos por USD 4.600 millones.
 - o Títulos de Tesorería de Corto Plazo (TCO)¹⁰, destacados en color amarillo en la figura, cuya incorporación como garantía aún está en proceso y no ha sido cerrada completamente.

La operación se pactó en francos suizos (CHF) con tasas entre 1,0% y 1,5%, aprovechando el diferencial de tasas conocido como carry trade¹¹. Si bien no se generó nueva deuda bruta en términos contables, la utilización de activos como garantía y la emisión de bonos Yankees constituyen una obligación contingente, mientras que la participación pendiente de los TCO condiciona la conclusión definitiva de esta fase.

⁹ Derivado financiero mediante el cual una parte recibe el rendimiento total de un activo (incluyendo intereses y ganancias de capital), a cambio de pagar una tasa fija o variable. No implica transferencia de propiedad, pero sí genera una obligación contingente.

¹⁰ Corresponde a un tipo de instrumento de deuda pública emitido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (o “la Nación”) con vencimiento a muy corto plazo, destinada a cubrir necesidades inmediatas de liquidez del Estado.

¹¹ Estrategia financiera que consiste en endeudarse en una moneda con baja tasa de interés para invertir en activos que ofrecen una rentabilidad más alta, obteniendo ganancias por el diferencial de tasas.

2.1.3. Etapa 3. Emisión de bonos y cierre del TRS

La tercera etapa, iniciada en octubre de 2025 y proyectada hasta julio de 2026, constituye el cierre de la operación de liquidez ejecutada en la etapa anterior. Su propósito es cancelar el TRS, recuperar los títulos entregados como colateral y formalizar el financiamiento en forma de deuda convencional.

En la Figura 1 esta etapa aparece en un recuadro azul oscuro, acompañado de bloques en amarillo que indican que la operación está aún en proceso. Los flujos representados por signos positivos (+) y negativos (-) permiten reconstruir la lógica de la operación:

Signo positivo (+):

- Un bloque dorado agrupa TES, bonos globales y bonos del Tesoro por un valor de USD 4.700 millones, que representan nuevas emisiones de deuda.
- Al mismo tiempo, aparece un recuadro verde claro que marca la entrada de liquidez en EUR y COP, reflejando que los recursos de estas colocaciones llegan efectivamente a la caja fiscal.

Signo negativo (-):

- En la parte izquierda, un recuadro verde con la anotación “Liquidez USD 4.700 millones” indica que se destinan dólares a cancelar el TRS y cerrar la operación iniciada en la etapa 2.
- Más abajo, dentro del mismo bloque, se observa la referencia a la emisión de bonos en euros y en pesos (EUR y COP), lo que implica que el refinanciamiento se canaliza a través de nuevos títulos colocados en estas monedas.

En paralelo, la figura señala una OMD (canje), consistente en sustituir los títulos entregados como colateral en la Etapa 2 por estas nuevas emisiones “a la par”. Esta sustitución evita pérdidas contables, permite liberar las garantías (bonos globales y TCO) y, al mismo tiempo, reorganiza el perfil de la deuda en condiciones más predecibles.

Según la figura, el TRS quedará cancelado en julio de 2026, lo que confirma que se trata de un proceso en curso. Sin embargo, el diseño muestra un componente positivo: la conversión de una obligación contingente en deuda explícita y estructurada bajo control del Tesoro, acompañada de mayor diversificación en monedas (COP y EUR) y de la recuperación de activos que habían sido comprometidos como colateral.

Con la lectura de la Figura 1, queda identificado en qué consistió la OMD: una estrategia desplegada en tres etapas sucesivas que recurrió, primero, al uso de caja disponible; luego, a mecanismos derivados de financiamiento transitorio; y finalmente, a la emisión convencional de bonos como cierre operativo.

Este primer paso permite comprender la arquitectura técnica de la OMD. En las secciones siguientes se avanzará en el análisis de sus impactos inmediatos —fiscales, financieros y de mercado— y en la exploración de sus posibles implicaciones hacia adelante.

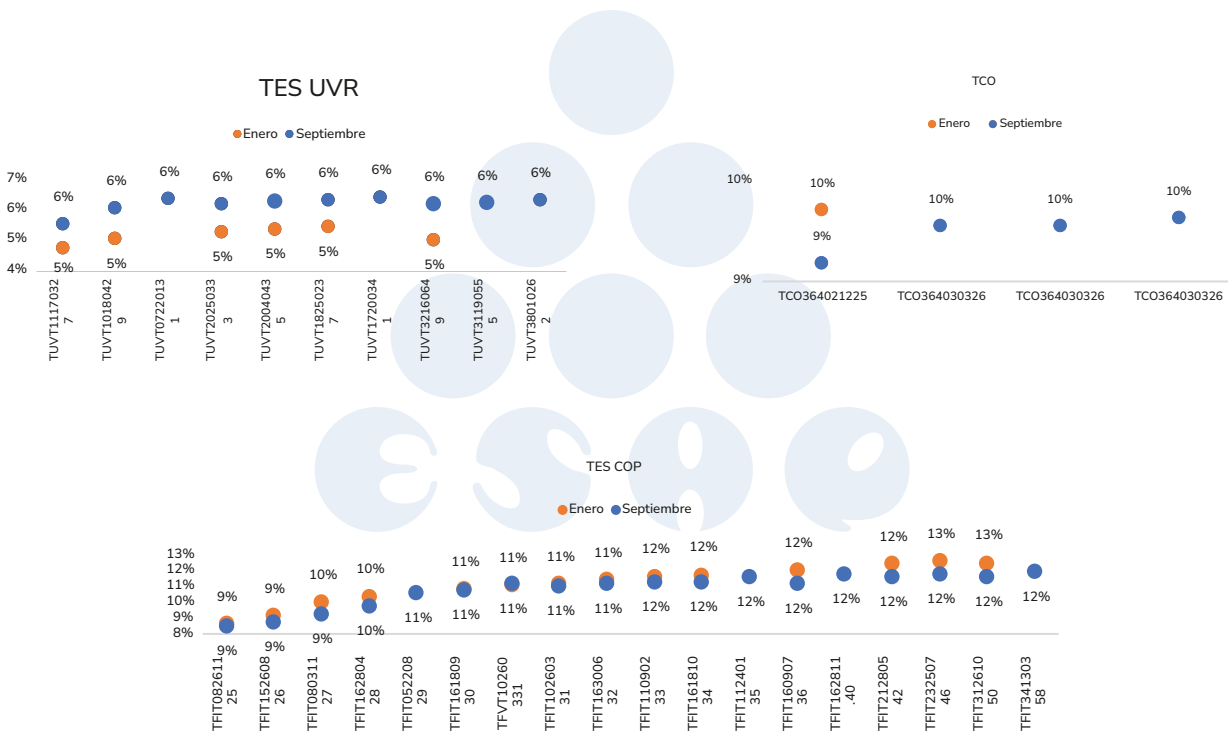
3. Los primeros efectos del cambio en el perfil de la deuda

3.1. Contexto previo: un mercado tensionado

El entorno que antecedió a la OMD estuvo marcado por un repunte generalizado de las tasas en el mercado soberano. A lo largo de 2025, la valoración de los títulos públicos reflejó la creciente cautela de los inversionistas y la reducción del apetito por riesgo local. Las condiciones de negociación se tornaron más exigentes y la curva de rendimientos se desplazó hacia niveles más altos.

El Gráfico 1 permite visualizar este comportamiento comparando la situación de enero (serie naranja) y septiembre (serie azul) de 2025 para tres tipos de instrumentos: TES UVR¹², Títulos de Corto Plazo (TCO) y TES COP.

Gráfico 1. Tasa de valoración por tipo de título entre enero y septiembre 2025



Tasas de valoración de TES UVR, TCO y TES COP en enero (naranja) y septiembre (azul) de 2025.

Fuente: MHCP, elaboración propia (2025).

¹² Títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno colombiano cuya rentabilidad está indexada a la Unidad de Valor Real (UVR), un indicador que refleja la inflación, lo que permite preservar el valor real del capital invertido.

La lectura del Gráfico 1 muestra un cambio claro entre ambos momentos:

1. TES UVR. La comparación entre enero (naranja) y septiembre (azul) revela un incremento moderado de tasas en todos los plazos. Aunque estos títulos están indexados al IPC, su rentabilidad aumentó por la persistencia de una inflación fuera del rango meta, que mantuvo altos los rendimientos reales.
2. TCO. Entre enero y septiembre las tasas también se ubican en niveles más altos. El contraste de colores evidencia que el mercado de estos instrumentos se volvió más sensible a la dinámica internacional y a las variaciones cambiarias, mostrando mayor dispersión y volatilidad hacia el final del periodo.
3. TES COP. Es el caso más representativo del ajuste: la curva azul (septiembre) se sitúa claramente por encima de la naranja (enero) en todos los tramos, en especial en los plazos medios y largos. Ello refleja un aumento significativo de la prima de riesgo en moneda local y la cautela de los inversionistas frente a las perspectivas fiscales.

En conjunto, los tres subgráficos evidencian que entre enero y septiembre de 2025 las tasas soberanas aumentaron de forma generalizada, aunque con distinta magnitud según el tipo de título. El desplazamiento hacia arriba de todas las curvas confirma un entorno financiero presionado, con menor liquidez, mayores costos de refinanciamiento y señales de fragmentación en el mercado.

Este diagnóstico visual explica por qué el Gobierno estructuró una OMD orientada a suavizar el perfil de vencimientos, reorganizar el portafolio y restaurar la confianza de los inversionistas. Las primeras operaciones lograron atenuar parcialmente las tasas locales, modificando la forma de la curva de rendimientos. Sin embargo, como se detalla en la sección 2.1.3, el proceso aún continúa con el cierre del Total Return Swap (TRS) y las nuevas emisiones en euros y pesos colombianos (COP) programadas hasta julio de 2026.

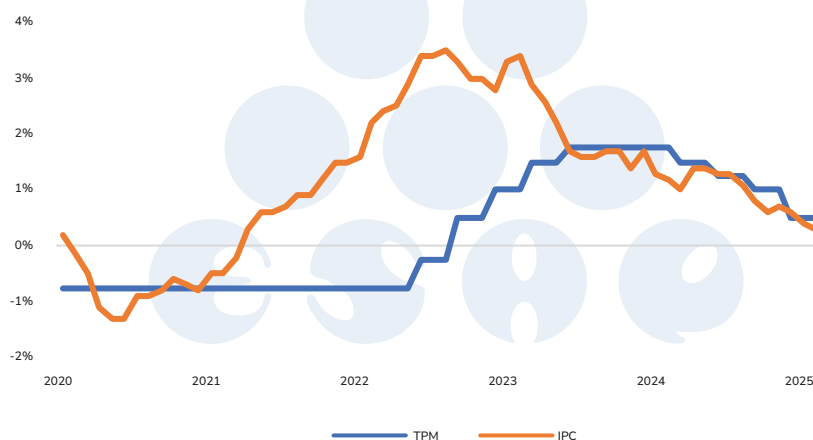
3.2. La apuesta en francos suizos y el carry trade

Un aspecto clave a resaltar es la elección de Suiza como país con el que inicialmente se planteó la OMD. A primera vista, la lógica parecía atractiva: con tasas en terreno negativo o cercanas a cero, transformar deuda interna en pesos —que, como se mencionó, se encontraba en niveles sumamente altos— hacia deuda en francos suizos mediante un derivado financiero “Total Return Swap” prometía abaratar el costo de los intereses de la deuda local.

En el Gráfico 2 puede observarse con claridad por qué esa opción resultaba tentadora. La línea naranja, que representa la inflación (IPC), muestra una caída pronunciada: tras alcanzar un pico anual del 3,5 % en 2022, descendió de manera constante hasta 0,2 % en 2025. En paralelo, la línea azul, correspondiente a la tasa de política monetaria (TPM), siguió la misma trayectoria descendente, pasando de un máximo de 1,75 % en 2023 a 0 % en la actualidad.

Este escenario, con precios estables y tasas casi nulas, proyectaba la imagen de un país con condiciones ideales para endeudarse a bajo costo.

Gráfico 2. Inflación y tasa de política monetaria de Suiza



Inflación (línea naranja) y tasa de política monetaria (línea azul), 2022–2025. Fuente: Bloomberg. Cálculos y elaboración propia.

Bajo estas condiciones, podría pensarse que la estrategia de carry trade fue un acierto del Ministerio de Hacienda. Sin embargo, en la práctica, esta operación equivale a una apuesta especulativa en divisas disfrazada de eficiencia financiera. Convertir deuda en pesos a francos suizos expone al país a una alta volatilidad cambiaria, sin que exista claridad sobre las coberturas o mecanismos de mitigación de riesgos utilizados. En otras palabras, el atractivo inicial que mostraba el Gráfico 2 escondía una fragilidad importante: lo que parecía una jugada inteligente para reducir costos internos podía, en realidad, aumentar la vulnerabilidad externa del portafolio de deuda.

3.3. El papel del tipo de cambio: ¿alivio o amenaza?

Ahora, es importante aclarar que la deuda pactada con los bancos suizos fue en dólares. Por esta razón, tanto para nosotros como para el equipo técnico del Ministerio de Hacienda, lo relevante es seguir la evolución de la tasa de interés, la cual, al igual que en la mayoría de los bancos centrales, tiende a moverse de acuerdo con el comportamiento de la inflación.

En este contexto, las variaciones del tipo de cambio nominal entre el franco suizo y el peso colombiano no resultan determinantes, siempre que su volatilidad no se desvíe de los niveles observados actualmente. Lo realmente importante es analizar la relación entre el dólar estadounidense y el peso colombiano, pues si Colombia experimenta una apreciación frente al dólar, también la tendrá frente al franco suizo. Este punto se abordará con mayor detalle más adelante.

Seguir de cerca el comportamiento del USDCOP es, por tanto, fundamental, ya que la fase del Total Return Swap (TRS) dentro de la OMD está pactada en dólares, aunque debe liquidarse en pesos. El 1 de enero de 2025, el tipo de cambio se ubicó en 4.405,77 COP por dólar, mientras que el 3 de septiembre había caído a 3.854,92 COP, lo que equivale a una apreciación del peso del 12,5 %. Esta variación representa un ahorro contable superior a 550 pesos por cada dólar del swap, lo que, en la práctica, equivale a un alivio cercano a 5,5 billones de pesos sobre los USD 10.000 millones obtenidos.

3.4. Caja fiscal agotada: el límite del Tesoro

El agotamiento de la caja fiscal marcó un punto de inflexión en la OMD. En la primera etapa de la OMD, el Gobierno se apoyó en los saldos de los Depósitos Remunerados del Tesoro Nacional (DTN¹³) como “caja disponible”. Sin embargo, esos recursos se redujeron a niveles históricamente bajos.

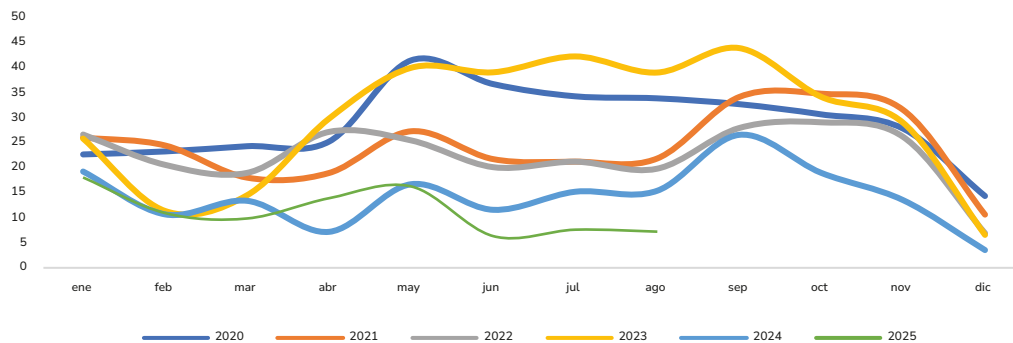
El Gráfico 3 permite apreciar esa contracción con detalle. La línea verde, correspondiente a 2025, muestra cómo los saldos de caja se desplomaron a lo largo del año: partieron en 17,97 billones en enero, bajaron a 10,94 billones en febrero y a 9,88 billones en marzo, tuvieron un leve repunte en abril (13,88 billones) y mayo (16,19 billones), pero volvieron a caer con fuerza en junio (6,39 billones) y se mantuvieron en niveles bajos en julio (7,66 billones) y agosto (7,27 billones).

En contraste, la línea amarilla de 2023 muestra saldos muy superiores, que superaron los 30 billones en varios meses, mientras que la azul (2020) se mantuvo en niveles extraordinarios, con más de 24 billones en marzo y hasta 33,8 billones en agosto, lo que permitió enfrentar la pandemia con mayor margen fiscal. Los años intermedios —naranja (2021), gris (2022) y azul claro (2024)— oscilaron entre 15 y 25 billones, valores que aún duplicaban los observados en 2025.

¹³ Son los recursos en efectivo administrados por el Gobierno Central, utilizados para cubrir necesidades de liquidez y financiar temporalmente el gasto público.

Gráfico 3. Saldo de disponibilidades de la DTN

Cifras en COP billones



Fuente: BanRep. Cálculos propios.

Saldo (línea verde) y comparación histórica: 2020 (línea azul), 2021 (línea naranja), 2022 (línea gris), 2023 (línea amarilla), 2024 (línea azul claro) y 2025 (línea verde), 2020–2025. Fuente: BanRep. Cálculos y elaboración propia.

La comparación histórica muestra la magnitud del ajuste: en 2025 el Tesoro enfrentó el menor nivel de liquidez en seis años, lo que limitó su capacidad de intervenir en el mercado y lo obligó a recurrir a operaciones de derivados y líneas externas de financiamiento.

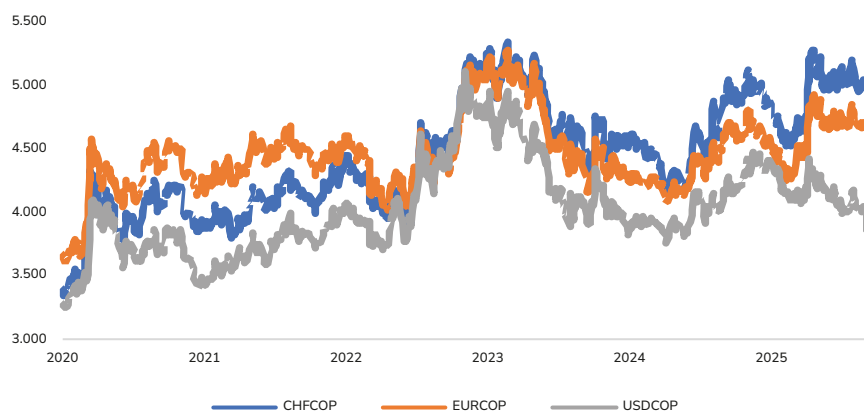
3.5. Volatilidad cambiaria: el nuevo límite del Tesoro

Con la caja agotada, la sostenibilidad de la OMD pasó a depender de los mercados cambiarios. El Gráfico 4 muestra esta transición a lo largo de 2025.

La línea gris (USD/COP) refleja una caída marcada: partió en 4.405,77 el 1 de enero, bajó a 4 178,25 el 24 de enero (-5,1 %), llegó a 4.093,00 el 18 de febrero (-7,1 %) y alcanzó su mínimo en 3.984,45 el 5 de julio (-9,7 %). Para el 3 de septiembre, el dólar se había debilitado hasta 3.854,92 (-12,5 %) frente al peso. Este comportamiento representó un alivio contable de unos 5,5 billones de pesos sobre los USD 10 000 millones del TRS.

En contraste, las otras dos líneas muestran una dinámica opuesta. El franco suizo (línea azul) subió de 4.865,36 el 1 de enero a 5.004,40 el 3 de septiembre (+2,8 %), mientras que el euro (línea naranja) pasó de 4.562,48 a 4.707,34 en el mismo periodo (+3,2 %). Esto implica que, aunque el dólar ofreció un respiro, el pasivo en francos y euros se encareció, reduciendo parte del ahorro esperado.

Gráfico 4. Inflación y tasa de política monetaria de Suiza



USD/COP (línea gris), CHF/COP (línea azul) y EUR/COP (línea naranja), enero–septiembre de 2025.
Fuente: Bloomberg. Cálculos y elaboración propia.

La lectura conjunta confirma que la OMD no puede medirse únicamente con el dólar: mientras este bajaba, el franco y el euro subían. La exposición múltiple reduce el beneficio neto y obliga al Tesoro a monitorear de forma integral los tres cruces, con coberturas y escenarios de estrés que eviten trasladar volatilidad inesperada a las finanzas públicas.

3.6. Subastas de TES: alivio con costo

Tras el agotamiento de la caja fiscal y la creciente dependencia del mercado cambiario, el Ministerio de Hacienda adoptó una nueva fase de su OMD: la reactivación de las subastas de TES. A partir del 9 de septiembre, el Gobierno buscó aliviar las presiones de liquidez y suavizar la curva de vencimientos mediante la emisión de nuevos títulos en pesos y en UVR.

Las subastas de TES en pesos (COP) se programaron por 800.000 millones (valor costo) en cinco referencias —5, 11, 16, 23 y 34 años— con cupones de 11 %, 11,75 %, 12,75 %, 11,5 % y 12 %, respectivamente. En el caso de los TES en UVR, el monto convocado fue de 400.000 millones (valor costo) con vencimientos a 7, 17, 31 y 38 años, y cupones¹⁴ de 6,5 %, 5 %, 5,25 % y 6,5 %. Además, se permitió sobreadjudicar hasta un 30% cuando la demanda duplicara el monto convocado y hasta un 50% si era igual o superior a 2,5 veces. Por su parte, los Títulos de Corto Plazo (TCO) se colocaron por 900.000 millones (valor nominal) sin admitir sobreadjudicación.

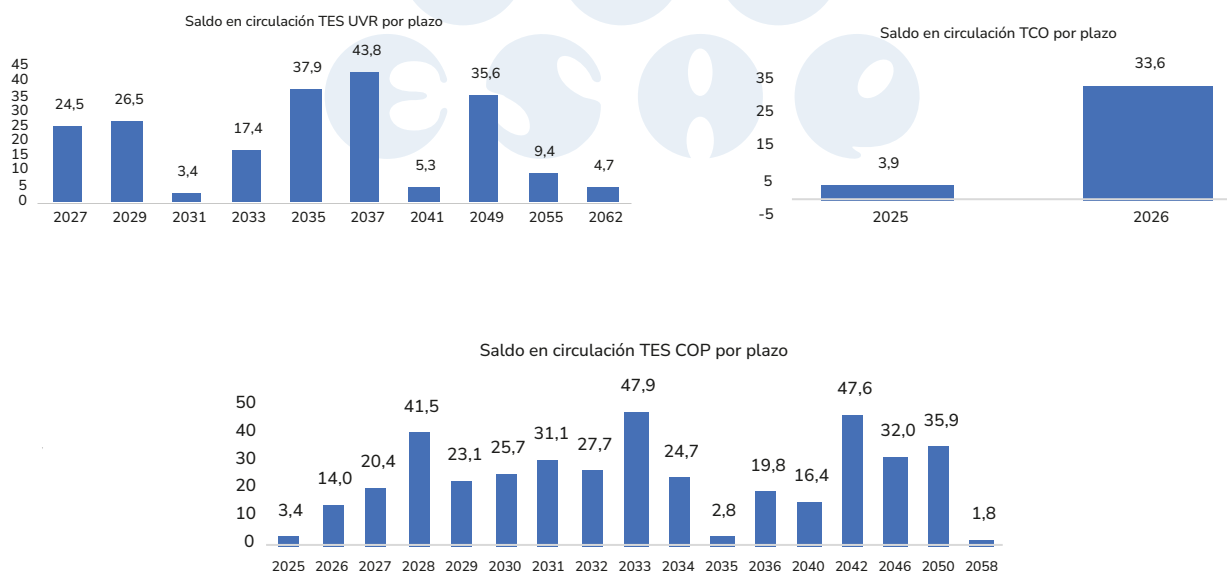
¹⁴ Es el interés periódico que paga un bono al tenedor, generalmente expresado como un porcentaje del valor nominal del título. Representa el rendimiento que el inversionista recibe regularmente hasta el vencimiento del bono.

El Gráfico 5 muestra cómo estas emisiones modificaron la estructura del portafolio de deuda. En las barras azules se observa una alta concentración de vencimientos entre 2033 y 2042, especialmente en los TES denominados en pesos (COP). Este bloque sobresaliente en la parte media del gráfico indica que el Gobierno enfrentará presiones significativas de refinanciamiento en el mediano plazo, justo cuando se prevé una desaceleración económica y una posible reversión de las condiciones financieras internacionales.

Dentro del mismo patrón, se destacan los TES indexados a la UVR, con saldos elevados en los años 2035 y 2037. Esta concentración refleja una estrategia deliberada para trasladar parte del riesgo inflacionario al presupuesto futuro. Aunque este tipo de indexación ofrece cierta protección ante aumentos de precios, también incrementa la volatilidad del servicio de la deuda y dificulta la planeación fiscal de largo plazo.

El comportamiento de los TCO resulta particularmente relevante: su saldo pasa de 3,9 billones en 2025 a cerca de 33 billones en 2026. Este aumento no proviene de emisiones convencionales, sino de su utilización como colateral en la segunda fase de la OMD mediante un Total Return Swap. En este contexto, los TCO no actúan como instrumentos de corto plazo, sino como activos de garantía dentro de una operación derivada, lo que distorsiona su lectura tradicional en el perfil de vencimientos.

Gráfico 5. Saldo de TES en circulación
Cifras en COP billones



TES en COP, TES en UVR y TCO, 2025–2042. Fuente: MHCP. Cálculos y elaboración propia.

La lectura combinada del gráfico y de las fechas de vencimiento permite concluir que la estrategia de subastas alivió temporalmente la presión de liquidez, pero a costa de una estructura de deuda más concentrada y con mayores riesgos inflacionarios a futuro. El alivio fue inmediato, aunque el costo se manifestará en los próximos ciclos de refinanciamiento.

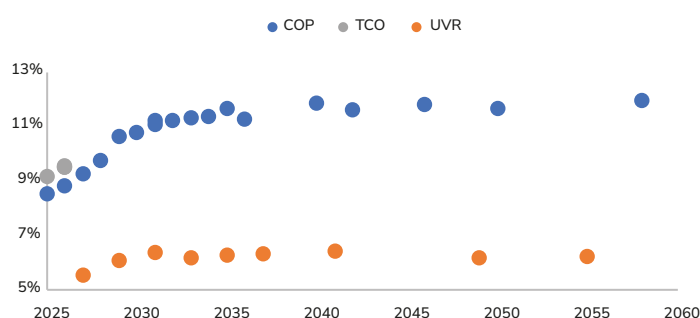
3.7. Curva de rendimientos: validación endógena

El impacto de las subastas recientes no tardó en reflejarse en el mercado. Tras el alivio inmediato observado en la liquidez, la respuesta de los inversionistas se manifestó en la forma de la curva de rendimientos. En otras palabras, el costo de ese alivio se tradujo en una curva más empinada, que evidencia la percepción de riesgo y las expectativas de tasas más altas.

El comportamiento reciente confirma el efecto de las decisiones adoptadas por el Ministerio de Hacienda. Después de las subastas del 9 de septiembre, la curva presenta una pendiente pronunciada, especialmente en los TES denominados en pesos (COP), lo que parece validar la estrategia de ofrecer cupones altos para atraer demanda. Sin embargo, esta validación es endógena: el mercado exige tasas elevadas porque el propio Gobierno ha estructurado sus emisiones alrededor de cupones costosos, generando una retroalimentación que encarece de manera sostenida el financiamiento público.

El Gráfico 6 permite observar esta dinámica. La línea azul, correspondiente a los TES COP, se eleva con fuerza a medida que aumentan los plazos, superando el 12 % en los tramos largos, entre 23 y 34 años. Este comportamiento muestra que el mercado percibe un riesgo soberano elevado a largo plazo, asociado tanto al déficit fiscal como a la incertidumbre política. La línea naranja, que representa los TES indexados a la UVR, muestra una pendiente más plana y niveles cercanos al 6 %, reflejo de su indexación al IPC y de su menor volatilidad frente a la inflación. Finalmente, la línea gris, correspondiente a los TCO, se mantiene en la parte baja de la curva, coherente con su naturaleza de instrumentos de corto plazo y menor riesgo.

Gráfico 6. Curva de rendimientos actual de los de TES en circulación por tipo de título



TES COP (línea azul), TCO (línea gris) y TES UVR (línea naranja), septiembre de 2025. Fuente: MHCP. Cálculos y elaboración propia.

La lectura conjunta de las tres curvas sugiere que el mercado percibe riesgos diferenciados según el tipo de título, lo que dificulta la gestión integrada del portafolio. En particular, la inclinación de la curva de los TES COP implica que los inversionistas exigen una prima mayor para asumir riesgo a largo plazo, lo que eleva el costo fiscal futuro.

El diseño actual de las subastas refuerza esta tendencia. Ante picos de demanda, el Estado se ve tentado a sobreadjudicar para aprovechar el momento de alta colocación, pero al hacerlo con cupones elevados perpetúa la inercia de tasas caras. La métrica de éxito, basada en múltiplos de demanda, puede inducir una falsa señal: confunde el apetito táctico por carry —la ganancia derivada del diferencial entre los altos cupones y el bajo costo de financiamiento de los inversionistas— con una expresión genuina de confianza en la solvencia del emisor. En consecuencia, la curva de rendimientos termina reflejando las propias decisiones del Tesoro más que la percepción real del mercado.

Aunque este ajuste ocurre en el mercado local, su efecto se extiende al externo. Los TES funcionan como benchmark —referencia para fijar el precio de otros bonos y las tasas de crédito en Colombia—, de modo que si el soberano valida cupones de 11–12,75 % en pesos y de 5–6,5 % en UVR, los inversionistas internacionales exigirán mayores primas para títulos en moneda dura. El spread soberano se amplía, las emisiones globales en dólares o euros se encarecen y el riesgo cambiario aumenta. En la práctica, esto implica más presupuesto destinado a intereses y menos espacio para la inversión pública. Lo que hoy se presenta como un éxito de subasta podría traducirse mañana en refinanciamientos más costosos y mayor sensibilidad ante choques de la Reserva Federal o del Banco Central Europeo.

3.8. Percepción internacional: CDS y riesgo país

El efecto de las recientes decisiones de deuda no se limita al ámbito local. Tras el ajuste de la curva de rendimientos, el siguiente paso es observar cómo el mercado internacional ha respondido a esas señales, especialmente a través del comportamiento del Credit Default Swap (CDS) a cinco años, que mide la percepción global del riesgo soberano colombiano.

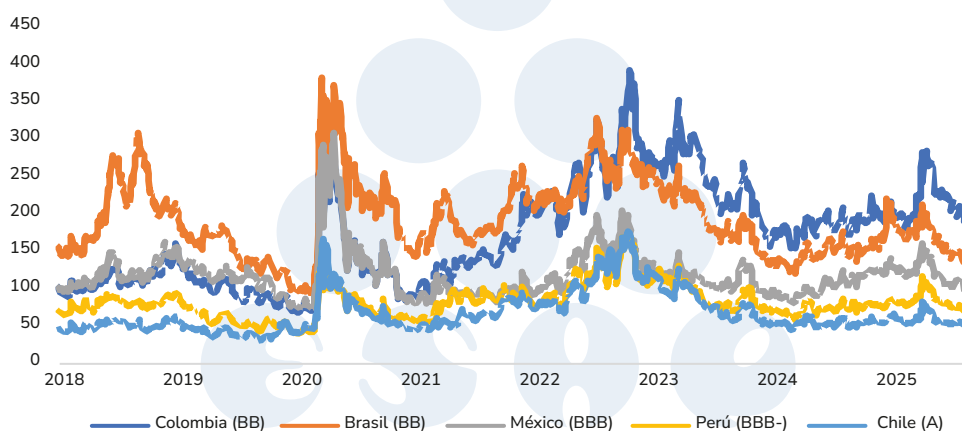
A pesar de que Colombia recibió un recorte en su calificación crediticia internacional, pasando de +BB a BB —nivel que la ubica en el mismo rango que Brasil—, el comportamiento de su prima de riesgo no ha seguido la misma trayectoria. El Gráfico 7 muestra que, incluso tras la degradación, el CDS colombiano (línea azul) se ha mantenido por debajo del brasileño (línea naranja), lo que indica que el mercado no ha penalizado a Colombia con la misma severidad. Esta divergencia plantea interrogantes sobre la capacidad de las calificaciones crediticias para reflejar fielmente el riesgo soberano percibido por los inversionistas.

El CDS, al ser un instrumento de cobertura frente al incumplimiento de deuda, responde de forma más rápida y sensible que las calificaciones tradicionales. En el caso colombiano, su evolución desde 2018 muestra episodios de volatilidad¹⁵ particularmente durante la pandemia—, pero también una recuperación gradual y sostenida. En contraste, el CDS de Brasil (línea naranja) se ha mantenido en niveles persistentemente más altos, reflejando una percepción de riesgo estructural más elevada.

El Gráfico 7 también permite comparar a Colombia con otros países de la región. México (línea gris), con calificación BBB, y Perú (línea amarilla), con –BBB, presentan niveles de CDS menores, consistentes con su mejor posición crediticia. Chile (línea azul claro), con calificación A, registra los valores más bajos del grupo. Dentro de este conjunto, Colombia se ubica en una posición intermedia: más riesgosa que las economías de grado de inversión, pero con un comportamiento más estable que Brasil, su par en categoría BB.

Gráfico 7. Curva CDS a 5 años

Cifras en puntos básicos (pbs)



Colombia (línea azul), Brasil (línea naranja), México (línea gris), Perú (línea amarilla) y Chile (línea azul claro), 2018–2025. **Fuente:** Bloomberg. Cálculos y elaboración propia. Nota: Entre paréntesis calificación de riesgo.

Este comportamiento tiene implicaciones directas sobre el costo de financiamiento del país. Si bien los TES muestran una curva empinada con cupones altos, el CDS relativamente moderado sugiere que el mercado internacional aún otorga cierto grado de confianza a la capacidad de pago de Colombia. Esta disonancia entre el mercado local —que exige tasas elevadas— y el internacional —que no castiga con primas excesivas— puede explicarse por la arquitectura de la OMD, que ha permitido suavizar vencimientos y evitar presiones abruptas de refinanciamiento.

¹⁵ Es un instrumento financiero que actúa como seguro contra el incumplimiento de pago de una deuda. Permite a los inversionistas protegerse del riesgo de que un emisor —como un país o empresa— no cumpla con sus obligaciones.

En este sentido, el CDS actúa como un termómetro externo que complementa el análisis del perfil de deuda interna. Su comportamiento estable, pese al recorte de calificación, refuerza la idea de que la percepción de riesgo país no depende únicamente de los ratings, sino también de la credibilidad de la estrategia fiscal, la transparencia en la gestión de pasivos y la capacidad de adaptación frente a entornos adversos. Colombia, aunque enfrenta desafíos fiscales significativos, conserva una narrativa de solvencia que el mercado internacional aún no ha descartado.

3.9. Factores externos: el dólar debilitado

La dinámica del dólar complementa la lectura del riesgo soberano y ayuda a entender por qué el peso colombiano se ha apreciado en los últimos meses. En la sección anterior vimos que, pese a los altos cupones y la volatilidad interna, el mercado internacional mantiene cierta confianza en la deuda colombiana. Esa percepción se refleja ahora en el comportamiento del tipo de cambio, donde el peso ha ganado terreno frente al dólar.

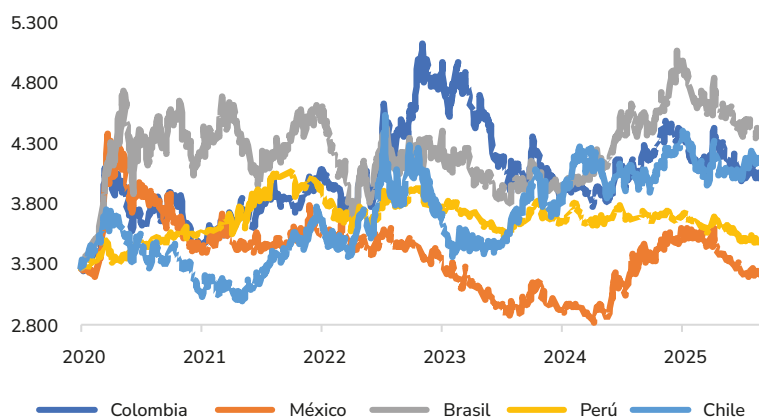
A primera vista, este resultado parece contradictorio con los argumentos presentados antes, que apuntaban hacia una depreciación del peso. Sin embargo, los datos muestran lo contrario: la moneda colombiana se ha fortalecido, impulsada por una combinación de factores internos y externos.

En el plano interno, la apreciación del peso está estrechamente ligada a la OMD. Como se explicó, la primera fase de la estrategia incluyó la recompra de bonos globales, lo que generó una entrada temporal de divisas y aumentó la oferta de dólares en el mercado. El saldo actual de la DTN, cercano a los 7,27 billones de pesos —el segundo más bajo del año—, refleja la utilización de esos recursos. Este movimiento, sumado a tasas de interés reales aún elevadas frente a la región, ha estimulado ingresos de capital de corto plazo mediante operaciones de carry trade (inversiones que aprovechan los diferenciales de tasas).

El Gráfico 8 muestra cómo esta dinámica interna se tradujo en un dólar debilitado frente al peso colombiano. La línea azul, correspondiente a Colombia, evidencia la mayor apreciación de la región. México (línea naranja) y Chile (línea azul claro) presentan variaciones moderadas, mientras que Brasil (línea gris) y Perú (línea amarilla) muestran un comportamiento más estable o con leves depreciaciones. En conjunto, el gráfico evidencia que Colombia destaca por una corrección más pronunciada, explicada por factores financieros domésticos más que por mejoras estructurales de la economía.

Gráfico 8. Dólar normalizado

Cifras en pbs



Colombia (línea azul), México (línea naranja), Brasil (línea gris), Perú (línea amarilla) y Chile (línea azul claro), 2025. **Fuente:** Bloomberg. Cálculos y elaboración propia.

En el plano externo, el comportamiento del dólar responde a una tendencia global de debilitamiento. La economía estadounidense ha mostrado señales de desaceleración, reflejadas en la caída de las nóminas no agrícolas, que pasaron de 79.000 nuevos empleos a solo 22.000, por debajo de las expectativas del mercado. A esto se suman tensiones comerciales y medidas arancelarias que han reducido la demanda global por dólares.

El Gráfico 9 ilustra esta pérdida de fortaleza mediante la evolución del índice DXY, que mide el valor del dólar frente a una cesta de monedas fuertes como el euro, la libra esterlina y la corona sueca. La línea azul del gráfico muestra una tendencia descendente: el índice, cuyo promedio histórico ronda las 101 unidades, ha caído recientemente hasta niveles entre 96 y 97. Este descenso confirma que la debilidad del dólar es un fenómeno global y no un reflejo de un desempeño excepcional de Colombia.

Gráfico 9. Evolución del Índice DXY

Cifras en pbs



Línea azul: comportamiento del dólar frente a monedas fuertes, 2024–2025. **Fuente:** Bloomberg. Cálculos y elaboración propia

En síntesis, la apreciación del peso colombiano frente al dólar es el resultado de una interacción entre factores internos —operaciones de manejo de deuda y flujos de *carry trade*— y factores externos —pérdida de impulso de la economía estadounidense y menor fortaleza del dólar a nivel global—. Aunque este escenario ha favorecido temporalmente la tasa de cambio, su sostenibilidad depende de la estabilidad de los flujos externos y de la capacidad del Tesoro para mantener equilibrio fiscal sin presionar nuevamente la demanda de divisas.

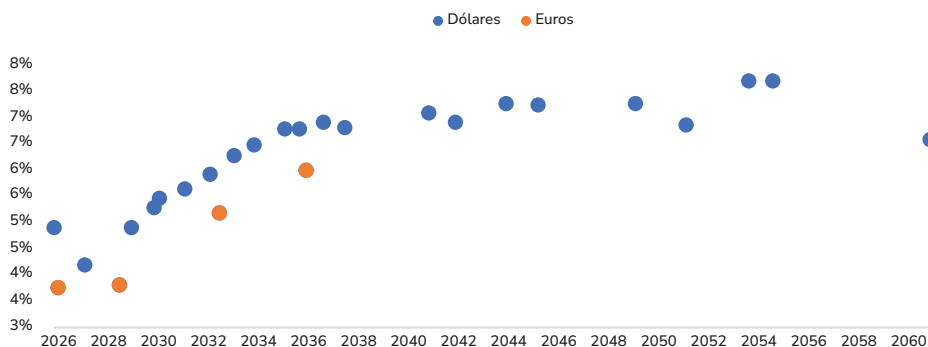
3.10. Nuevos bonos globales en euros: oportunidad y riesgo

El contexto de dólar debilitado y condiciones más favorables en los mercados internacionales de deuda abrió un espacio que el Tesoro colombiano aprovechó para diversificar su portafolio. Tras varios meses en los que el financiamiento externo se concentró en emisiones en dólares, la nueva operación en euros representó un paso relevante dentro de la estrategia de manejo de pasivos de la OMD.

El 10 de septiembre de 2025, Colombia emitió bonos globales denominados en euros con vencimientos en 2028, 2032 y 2036, por un total de 4.100 millones de euros. La demanda superó ampliamente las expectativas, alcanzando 25.433 millones de euros. Los cupones fueron del 3,75 % para 2028, 5 % para 2032 y 5,625 % para 2036, con un promedio ponderado de 4,741 %. Según el Ministerio de Hacienda, esta transacción permitió aprovechar la baja reciente en las tasas internacionales, generando ahorros en el servicio de la deuda por menores pagos de intereses.

El Gráfico 10 ilustra la curva de rendimientos actual de los bonos globales de Colombia. La línea azul representa los bonos denominados en dólares —los conocidos “Yankees”—, mientras que la línea naranja muestra la nueva curva correspondiente a los bonos en euros. Se observa que la curva en euros se ubica por debajo de la de dólares, lo que indica un costo nominal más bajo de financiamiento externo. No obstante, al comparar las tasas de colocación con las tasas actuales de valoración, se evidencia un leve incremento: los bonos de 2028 pasaron de 3,75 % a 3,77 % (+6 pbs), los de 2032 de 5,00 % a 5,21 % (+21 pbs) y los de 2036 de 5,63 % a 6,00 % (+38 pbs). Este ajuste sugiere que, pese al entorno favorable, la prima de riesgo colombiana continúa influyendo en la rentabilidad exigida por los inversionistas.

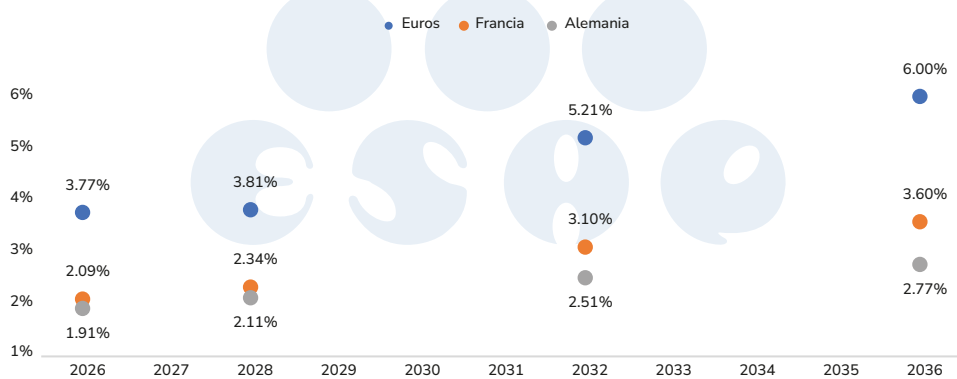
Gráfico 10. Curva de rendimiento de los Bonos Globales (dólares y euros)



Bonos en dólares (línea azul) y bonos en euros (línea naranja), 2025. **Fuente:** Bloomberg. Cálculos y elaboración propia.

El análisis comparativo con las economías europeas permite dimensionar el diferencial de riesgo. El Gráfico 11 muestra las curvas de rendimientos de los bonos colombianos en euros (línea azul), franceses (línea naranja) y alemanes (línea gris). En el tramo de 2028, los bonos de Colombia (3,81 %) superan en 170 pbs a los alemanes (2,11 %) y en 147 pbs a los franceses (2,34 %). En 2032, la brecha aumenta: 5,21 % frente a 2,51 % y 3,10 %, respectivamente. Para 2036, el diferencial alcanza 323 pbs respecto a Alemania (2,77 %) y 240 pbs frente a Francia (3,60 %).

Gráfico 11. Comparación de curva de rendimiento de los Bonos Globales en Euros



Euros (línea azul), Francia (línea naranja) y Alemania (línea gris), 2025. **Fuente:** Bloomberg. Cálculos y elaboración propia.

Estas diferencias confirman que, si bien la emisión en euros representa una oportunidad de diversificación y reducción del costo promedio de la deuda, también implica riesgos. La brecha frente a los países europeos refleja que el riesgo soberano colombiano sigue siendo elevado, por lo que los beneficios obtenidos dependen de mantener la confianza de los inversionistas internacionales. En suma, la operación amplía las fuentes de financiamiento y fortalece la posición externa del Tesoro, pero exige disciplina fiscal para evitar que el costo relativo vuelva a aumentar ante eventuales episodios de volatilidad global.

4. Qué puede dejar la OMD hacia adelante: implicaciones y riesgos

La OMD implementada por el Gobierno permitió sortear presiones inmediatas de liquidez y reducir temporalmente los costos de financiamiento. Sin embargo, como se observó en la sección anterior, el entorno internacional continúa siendo incierto, los mercados reaccionan con cautela y los márgenes de maniobra del Tesoro se han vuelto más estrechos.

Por eso, esta sección analiza qué puede dejar la OMD hacia adelante. Es decir, cuáles son las implicaciones que podrían presentarse en materia fiscal, cambiaria y financiera, y qué riesgos podrían afectar la sostenibilidad del país en los próximos años. Para ello, se abordan cuatro dimensiones: la sostenibilidad de la deuda y su exposición al riesgo cambiario, el déficit y la dependencia de los TES, la credibilidad fiscal en un contexto electoral y los efectos de desplazamiento financiero sobre el crédito privado.

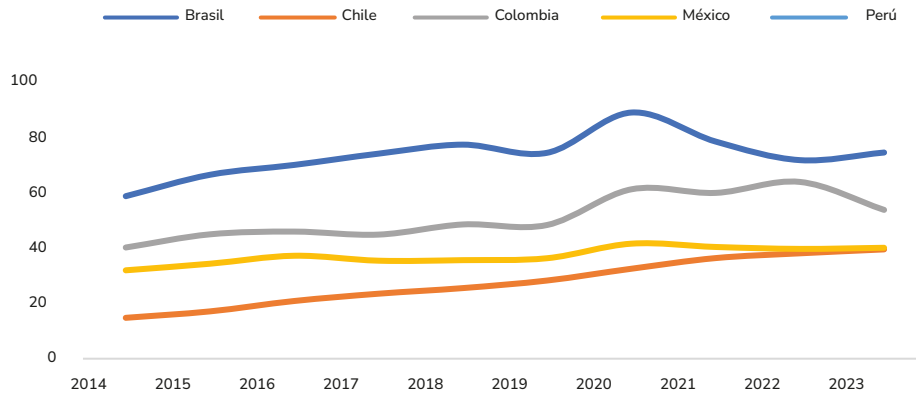
4.1. Sostenibilidad de la deuda y riesgo cambiario

La OMD ha sido positiva para administrar los flujos de caja del Gobierno, pero también ha puesto en evidencia las vulnerabilidades estructurales de las finanzas públicas. Si se compara la relación deuda/PIB con otros países de América Latina, se observa que desde 2014 Brasil y Colombia encabezan este indicador. La principal diferencia es que Brasil concentra la mayor parte de su deuda en moneda local, mientras que Colombia mantiene una exposición más alta a deuda externa, lo que la hace más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio.

El Gráfico 12 muestra la evolución de la deuda pública como porcentaje del PIB. La línea gris representa a Colombia, que mantiene una tendencia creciente desde 2019 y se ubica entre las más altas de la región. Brasil (línea azul) presenta niveles igualmente elevados, aunque con una trayectoria más estable. En contraste, Chile (línea naranja) y Perú (línea azul clara) exhiben deudas moderadas y controladas, mientras México (línea amarilla) se mantiene en una franja intermedia.

Esta comparación deja ver que, aunque la OMD alivió tensiones de corto plazo, el incremento del endeudamiento podría traducirse en mayores pagos de intereses y en una menor capacidad para sostener la inversión pública.

Gráfico 12. Saldo de la deuda pública en % del PIB



Brasil (línea azul), Chile (línea naranja), Colombia (línea gris), México (línea amarilla) y Perú (línea azul clara), 2014–2025. Fuente: Cepal. Cálculos: Elaboración propia.

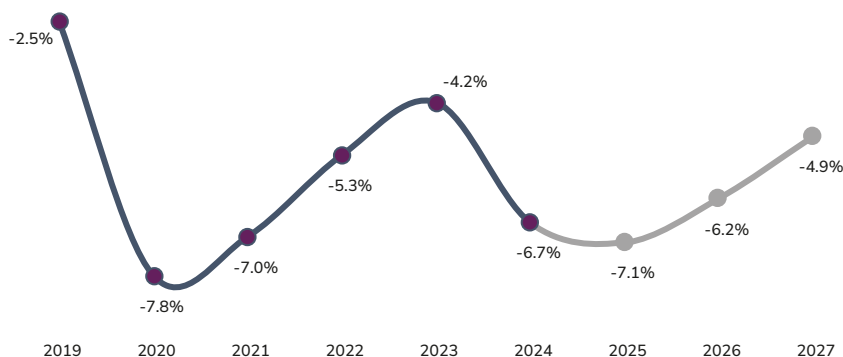
4.2. Déficit persistente y dependencia de los TES

El Marco Fiscal de Mediano Plazo proyecta que el déficit fiscal se mantendrá por encima del 4,5 % del PIB hasta 2026, lo que hace difícil pensar en una consolidación sostenida de las cuentas públicas. Esta persistencia obliga al Gobierno a depender cada vez más del mercado de TES, aumentando la oferta de títulos y presionando al alza sus tasas.

En este contexto, los cupones altos dejan de ser una elección y se vuelven una necesidad para asegurar la demanda en las subastas. La situación contrasta con la vivida durante la pandemia, cuando el Tesoro llegó a contar con más de 30 billones de pesos en caja. En 2025, en cambio, los saldos están en mínimos históricos, lo que limita la capacidad de respuesta ante choques y obliga a recurrir a mecanismos como los TRS, que alivian temporalmente la liquidez, pero generan nueva exposición cambiaria.

El Gráfico 13 permite visualizar esta tendencia fiscal. La línea azul corresponde al déficit observado en los últimos años y la línea gris representa la proyección del Marco Fiscal de Mediano Plazo. Ambas evidencian una brecha persistente por encima del 4,5 % del PIB hasta 2026, sin señales claras de ajuste. Esta trayectoria confirma la dependencia estructural del endeudamiento interno para financiar el gasto público.

Gráfico 13. Déficit fiscal proyectado en el acuerdo con MFMP
Cifras en porcentaje del PIB, histórico desde 2019



Línea azul: déficit histórico; línea gris: proyección 2025–2026. **Fuente:** MHCP. Cálculos: Elaboración propia.

4.3. Credibilidad fiscal y contexto electoral

La sostenibilidad de la estrategia también enfrenta riesgos por factores políticos y de confianza fiscal. El uso de recursos derivados de las operaciones de manejo de deuda para financiar gasto primario, en un contexto donde la Regla Fiscal está suspendida, ha generado inquietudes sobre la disciplina futura.

A esto se suma la ausencia de un repunte claro del crecimiento económico y la cercanía de un nuevo ciclo electoral. Ambos factores aumentan la incertidumbre del mercado. Si la confianza de los inversionistas se deteriora, los TES con rendimientos altos podrían dejar de ser una medida temporal y consolidarse como una condición permanente del financiamiento público, encareciendo la deuda soberana a mediano plazo.

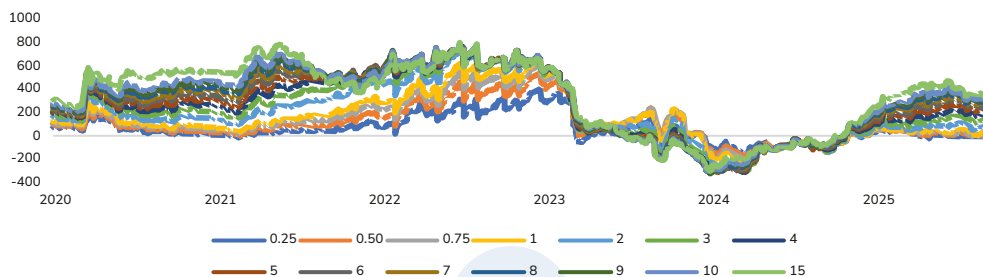
4.4. Crowding out: presión sobre el financiamiento privado

El aumento del endeudamiento público no solo afecta la sostenibilidad fiscal, sino también el funcionamiento del mercado financiero. Aunque las tasas de los TES han bajado ligeramente en 2025, las condiciones siguen siendo costosas. La rebaja de la calificación crediticia, la suspensión de la Regla Fiscal y un recaudo tributario débil continúan presionando la curva de rendimientos, mientras el Banco de la República mantiene una política monetaria restrictiva para contener la inflación.

En este entorno, el crédito corporativo se ha vuelto más caro, afectando especialmente a las empresas pequeñas y medianas, lo que evidencia un proceso de crowding out o desplazamiento del financiamiento privado.

El Gráfico 14 muestra la evolución del diferencial entre la deuda corporativa y la tasa de política monetaria según distintos plazos. Las líneas representan las duraciones de los bonos: 0,25 años (azul), 0,50 (naranja), 0,75 (gris), 1 (amarillo), 2 (azul claro), 3 (verde), 4 (azul oscuro), 5 (morado), 6 (negro), 7 (carmelito), 8 (azul verdoso), 9 (negro morado), 10 (azul claro) y 11 (verde claro). Todas las series muestran un repunte desde inicios de 2024, estabilizándose entre 200 y 500 puntos básicos en los plazos largos. Esto refleja un entorno de financiamiento más costoso y con mayor aversión al riesgo.

Gráfico 14. Spread entre deuda corporativa en tasa fija y tasa de política
Cifras en pbs

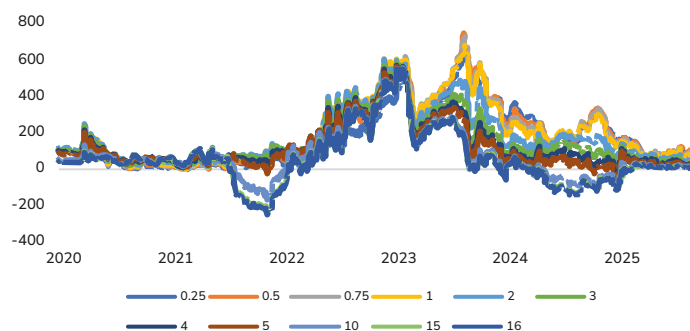


0,25 años (línea azul), 0,50 (línea naranja), 0,75 (línea gris), 1 (línea amarilla), 2 (línea azul clara), 3 (línea verde), 4 (línea azul oscura), 5 (línea morada), 6 (línea negra), 7 (línea carmelita), 8 (línea azul verdosa), 9 (línea negro morado), 10 (línea azul más clara) y 11 (línea verde clara), 2020–2025.

Fuente: Aval Casa de Bolsa. Cálculos y elaboración propia.

El Gráfico 15 refuerza esta lectura comparando la diferencia entre la deuda corporativa y la deuda pública, también por plazos. Las líneas mantienen los mismos colores que el gráfico anterior: 0,25 años (azul), 0,50 (naranja), 0,75 (gris), 1 (amarillo), 2 (azul claro), 3 (verde), 4 (negro), 5 (morado), 10 (azul claro), 11 (verde claro) y 16 (azul verdoso). Se observa un ensanchamiento sostenido de los spreads entre 180 y 200 puntos básicos en septiembre de 2025, lo que confirma que los inversionistas exigen una prima mayor para asumir riesgo corporativo en un contexto de retornos públicos elevados.

Gráfico 15. Spread entre deuda corporativa y deuda pública en tasa fija
Cifras en pbs



0,25 años (línea azul), 0,50 (línea naranja), 0,75 (línea gris), 1 (línea amarilla), 2 (línea azul clara), 3 (línea verde), 4 (línea negra), 5 (línea morada), 10 (línea azul clara), 11 (línea verde clara) y 16 (línea azul verdosa), 2020–2025. **Fuente:** Aval Casa de Bolsa. Cálculos y elaboración propia. Nota: corresponde a los plazos en años.

4.5. Reflexión final: riesgos y sostenibilidad hacia adelante

El balance de la OMD muestra que, si bien esta permitió reducir tensiones inmediatas y dar un respiro al Tesoro, el país continúa enfrentando vulnerabilidades fiscales y cambiarias. La dependencia de los TES, la exposición al dólar y la persistencia del déficit limitan el margen de maniobra fiscal y dejan poco espacio para un ajuste gradual.

Hacia adelante, el desafío será mantener la confianza del mercado sin recurrir a tasas elevadas, recuperar el espacio fiscal necesario para la inversión y reducir la exposición cambiaria mediante un manejo prudente y diversificado de la deuda. Solo un ajuste estructural sostenido podrá convertir la OMD en una herramienta de transición responsable y no en un alivio temporal dentro de un ciclo prolongado de vulnerabilidad fiscal.



5. Conclusiones

La OMD representó una de las intervenciones más complejas y ambiciosas del Tesoro colombiano en la última década. Su diseño ha permitido aliviar presiones inmediatas de liquidez, reducir temporalmente la carga de vencimientos y mejorar el acceso a recursos externos sin recurrir a nuevas emisiones convencionales en los momentos más críticos.

No obstante, el análisis integral desarrollado a lo largo de este documento permite identificar varios elementos clave:

1. El éxito de corto plazo no elimina las vulnerabilidades estructurales. La OMD alivió tensiones transitorias, pero no resolvió los problemas de fondo: el déficit persistente, la alta dependencia de los TES y la exposición creciente al riesgo cambiario.
2. La sostenibilidad fiscal está condicionada por la estructura de la deuda. La mayor parte de los pasivos se concentra entre 2033 y 2042, lo que aumentará las presiones de refinanciamiento justo cuando la economía podría enfrentar condiciones internacionales menos favorables.
3. El componente cambiario introduce nuevos riesgos. La exposición al dólar, franco suizo y euro, derivada de la utilización de instrumentos como el Total Return Swap, podría amplificar los efectos de la volatilidad internacional si no se fortalecen los mecanismos de cobertura.
4. El contexto político y la credibilidad fiscal siguen siendo determinantes. En un escenario electoral y con la Regla Fiscal suspendida, la percepción de riesgo puede cambiar rápidamente, afectando el costo de los TES y la estabilidad del financiamiento público.
5. Los efectos de crowding out son evidentes. El aumento de la deuda pública a tasas elevadas ha desplazado el crédito privado, encareciendo el financiamiento empresarial y reduciendo la inversión de largo plazo en el sector productivo.
6. El comportamiento del dólar y la percepción de riesgo externo ofrecen señales mixtas. A pesar de la rebaja en la calificación crediticia, el CDS de Colombia se mantiene por debajo del de Brasil, lo que muestra confianza relativa en la capacidad de pago del país, pero también la necesidad de sostener disciplina fiscal y claridad en la política económica.

En conjunto, la OMD no debe verse como un punto de llegada, sino como un punto de inflexión. Representa un alivio técnico, pero también una advertencia sobre los límites del manejo financiero en ausencia de consolidación fiscal.

6. Recomendaciones

6.1. Para el Gobierno Nacional

1. Consolidar una estrategia fiscal multianual. Es indispensable definir metas realistas de reducción del déficit y de la deuda/PIB, acompañadas de una política de ingresos sostenida y transparente.
2. Fortalecer la gestión de riesgos cambiarios. Los instrumentos derivados deben ir acompañados de coberturas explícitas que protejan al país frente a movimientos abruptos del tipo de cambio.
3. Reforzar la coordinación entre el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República. Una comunicación clara y coherente entre política fiscal y monetaria puede reducir la volatilidad en los TES y mejorar la percepción de riesgo.
4. Revisar los criterios de sobreadjudicación en las subastas de TES. Las métricas de éxito deben reflejar condiciones sostenibles de demanda y no incentivos de corto plazo que encarezcan la curva de rendimientos.
5. Aumentar la transparencia en el uso de los recursos de deuda. Publicar informes trimestrales de OMD, flujos de caja y operaciones de derivados permitiría fortalecer la rendición de cuentas y la credibilidad del manejo de pasivos.

6.2. Para los Gobiernos Subnacionales

La experiencia reciente de la Operación de Manejo de Deuda (OMD) a nivel nacional deja aprendizajes relevantes para los gobiernos territoriales en Colombia. Si bien esta estrategia permitió aliviar presiones inmediatas de liquidez del Tesoro, también evidenció riesgos asociados a la dependencia de instrumentos financieros complejos y a la ausencia de una consolidación fiscal paralela. Estos elementos son especialmente pertinentes para los departamentos y municipios, cuyas realidades fiscales, institucionales y de mercado son distintas a las del Gobierno Central.

En Colombia, cerca del 95 % de la deuda territorial está concentrada en la banca comercial nacional, lo que hace que las condiciones de crédito dependan directamente de las tasas de interés, la liquidez del sistema financiero y la calificación soberana del país. Además, los entes territoriales operan bajo un marco legal restrictivo que limita su capacidad para acceder a fuentes alternativas de financiamiento o para ejecutar operaciones sofisticadas de manejo de pasivos, como swaps o canjes de deuda.

Por ello, más que replicar la OMD, las entidades subnacionales deben adaptar sus enseñanzas a su propio contexto. El objetivo no es aplicar derivados o esquemas de refinanciamiento complejos, sino fortalecer la planificación, la sostenibilidad y la autonomía fiscal dentro de las herramientas disponibles.

A partir de esta lectura, se proponen las siguientes orientaciones estratégicas para los departamentos y municipios colombianos:

1. Aprovechar los espacios de coordinación con el Gobierno Nacional. Participar activamente en la discusión de estrategias macrofiscales y en los mecanismos de apoyo a la liquidez territorial, como el Fondo de Contingencias o los programas de crédito con la banca pública.
2. Diversificar las fuentes de financiamiento dentro del marco legal vigente. Explorar alternativas con la banca multilateral (como CAF o BID), líneas de redescuento con FINDETER, o esquemas asociativos entre municipios para acceder a mejores condiciones de crédito.
3. Fortalecer la planeación fiscal y la gestión del riesgo. Incorporar análisis de sostenibilidad en los Planes Financieros y Planes de Desarrollo Territorial, anticipando escenarios de tasas de interés, inflación y tipo de cambio.
4. Evitar la concentración de vencimientos y la rotación política de la deuda. Diseñar cronogramas de pago que trasciendan los periodos de gobierno, asegurando continuidad y responsabilidad fiscal interadministrativa.
5. Cuidar la exposición a la deuda en moneda extranjera. Si se accede a créditos con organismos internacionales, establecer coberturas o acuerdos de mitigación cambiaria que eviten deterioros del balance fiscal por variaciones en el tipo de cambio.
6. Desarrollar capacidades técnicas en las Secretarías de Hacienda. Crear o fortalecer unidades de gestión de deuda territorial con apoyo de la ESAP, el DNP o el Ministerio de Hacienda, priorizando la formación en análisis financiero, riesgo y sostenibilidad fiscal.
7. Fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas fiscal. Publicar informes de deuda actualizados, análisis de sostenibilidad y cronogramas de pago, garantizando que las decisiones de endeudamiento sean informadas y sujetas a control ciudadano.

Referencias

Aval Casa de Bolsa. *Sitio institucional de análisis financiero*.
<https://www.casadebolsa.com.co>

Banco de la República de Colombia. *Estadísticas económicas y monetarias*.
<https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>

Banco Mundial. *Global Economic Prospects*.
<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

Bank for International Settlements. *Carry trades and exchange rate volatility*.
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt201212e.htm

Bloomberg. *Financial data and analytics platform*.
<https://www.bloomberg.com>

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). *Base de datos estadísticos*. <https://estadisticas.cepal.org>

Corficolombiana – Investigaciones Económicas. *Sitio institucional*.
<https://www.corficolombiana.com>

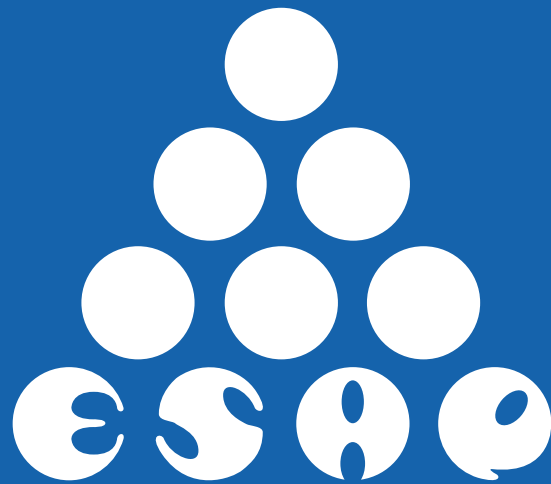
Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia. *Sitio oficial*.
<https://www.minhacienda.gov.co>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). *Public Debt Management and Debt Sustainability*.
<https://www.oecd.org/finance/public-debt-management.htm>

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Kim, J. I., & Qureshi, M. S. (2010). *Fiscal space* (IMF Staff Position Note No. 10/11). Fondo Monetario Internacional.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1011.pdf>

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *Growth in a time of debt*. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.573>

Weingast, B. R. (2009). Why developing countries prove so resistant to the rule of law. In J. Heckman, R. Nelson, & L. Cabatingan (Eds.), *Global Perspectives on the Rule of Law* (pp. 28–51). Routledge.
<https://www.routledge.com/Global-Perspectives-on-the-Rule-of-Law/Nelson-Cabatingan-Heckman/p/book/9780415779090>



**ESCUELA SUPERIOR DE
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA**