

No. 1665

Julio 28 de 2025

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidente

Andrea Ríos S.
Jefe de estudios
macroeconómicos

Fabián Suárez N.
Jefe de estudios sectoriales

Investigadores

Laura Llano C.
María Carolina Gutiérrez A.
María Paula Campos G.
Thomas Martínez R.
Daniel Aguilar F.
Luis Felipe González R.
Nicole Torres L.
Jorge Andrés Moya A.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF



@ANIFCO—



@AnifOficial



@ANIFCO—

MANEJO DE DEUDA PÚBLICA: RESPUESTAS RIESGOSAS A UNA REALIDAD FISCAL APREMIANTE

- Como respuesta a la compleja situación fiscal del país, Crédito Público planea una arriesgada operación de manejo de deuda.
- El objetivo es apalancarse en francos suizos a bajas tasas de interés para comprar activos con mayores retornos (*Carry Trade*). Adicionalmente, se busca reducir el nivel de deuda comprando bonos a descuento, lo que implicaría un aumento de los cupones y de las tasas de interés que paga Colombia.
- Esta operación, aunque podría generar importantes ahorros fiscales, implica riesgos cambiarios y financieros que podrían amplificar la volatilidad del mercado local.
- El éxito de la operación depende de unas condiciones de mercado favorables y, aún en caso de funcionar, existe el riesgo de que los ahorros sean usados para financiar mayor gasto.
- Más allá de los beneficios y dudas que generan estas operaciones de deuda, Colombia debe plantear un ajuste que le permita retomar la Regla Fiscal.

Introducción

Que la situación fiscal de Colombia sea de extrema preocupación no debería ser ajeno a nuestros lectores. Desde ANIF hemos advertido en múltiples ocasiones lo alarmante de la situación. Colombia lleva varias décadas con desbalances fiscales estructurales, exacerbados durante la pandemia y por las decisiones de la actual administración. Este año el déficit fiscal anunciado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) es de 7,1% del PIB, 2 puntos porcentuales más alto que la cifra pronosticada en el mismo documento el año pasado. Y no solo eso, hay varias razones para pensar que el déficit será incluso más alto.

Con las cifras de recaudo bruto acumuladas a junio, de \$149 billones, nuestras proyecciones sugieren un faltante de ingresos de aproximadamente \$29 billones frente a las metas del MFMP. Si el Gobierno no realiza un esfuerzo en materia de gasto y exhibe un gasto primario de \$353 billones, como el contemplado en el MFMP, el déficit fiscal podría alcanzar 7,8% del PIB, igual al de la pandemia, que fue el más alto en la historia.

En este escenario, la deuda pública se ubicaría por encima del 60% del PIB a finales de 2025, y el próximo Gobierno podría heredar un nivel en el rango

Julio 28 de 2025

63%-65%. Esta preocupante dinámica explica las decisiones adversas de las calificadoras de riesgo. Recordemos que S&P le rebajó la calificación al Gobierno colombiano a BB, con una perspectiva negativa. Fitch también nos tiene en perspectiva negativa, aunque con una calificación BB+, y Moody's redujo su nota a Baa3, luego de que el Gobierno decidiera activar la cláusula de escape para incumplir la regla fiscal.

En medio de esta tormenta de malas noticias fiscales entra en escena una ambiciosa y riesgosa estrategia de financiamiento, anunciada por el director de Crédito Público en varios actos. Este informe tiene como objetivo explicar la naturaleza de una intrincada operación de manejo de deuda, que loablemente busca reducir los costos financieros y mantener el nivel de endeudamiento anclado o ligeramente por debajo del 60% del PIB en 2025 y 2026, pero que irreparablemente implica riesgos importantes para las finanzas de la nación y que seguramente generará volatilidad en los mercados financieros.

Si la operación es exitosa y efectivamente reduce el costo financiero de la nación, el principal reto será mantener estos ahorros aislados de la presión de gasto de un Gobierno que, si bien próximamente enfrentará las restricciones asociadas a la Ley de Garantías Electorales, tendrá incentivos a gastar en medio del calendario electoral. Si los riesgos de la operación se materializan, las cuentas y métricas fiscales podrían verse peor el año entrante.

Endeudarse a tasas bajas para invertir en tasas altas

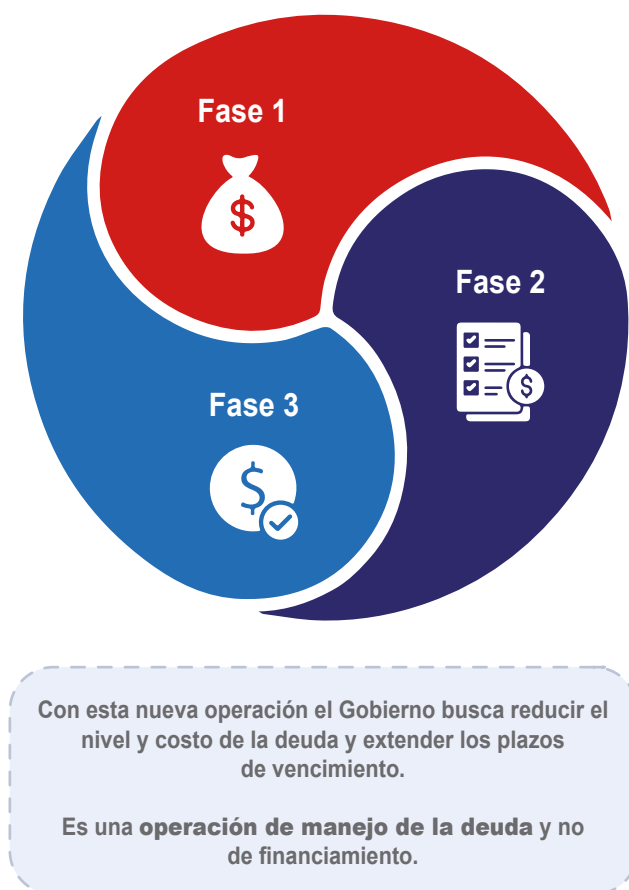
Una de las estrategias de inversión más conocidas a nivel internacional es aquella que se apalanca en países con bajas tasas de interés e invierte en activos de países con altos retornos. Dicha estrategia en el lenguaje financiero tiene el nombre de *Carry Trade* y la literatura económica la ha estudiado extensamente. La premisa es sencilla: al pedir prestado a tasas bajas e invertir a tasas altas se pueden generar ganancias importantes. Dichas ganancias, desde el punto de vista teórico, están precisamente sustentadas en el riesgo cambiario asociado a una operación de este estilo: si la moneda del país con tasas bajas se aprecia, los retornos generados por el diferencial de tasas se deshacen por los movimientos cambiarios.

La operación de financiamiento que realizaría la dirección de Crédito Público implicaría un crédito (en la forma de *Total Return Swap*-TRS) en francos suizos (CHF) por un equivalente de hasta US\$10 mil millones (Ilustración 1). La razón detrás de la escogencia de dicha moneda son sus actuales tasas bajas. La tasa de referencia del Banco Central Suizo es actualmente de cero, y los bonos de dicho gobierno a 10 años se encuentran en una tasa de 0,42%. Suiza, en contravía de muchas economías, enfrenta un eventual escenario de deflación, no de persistente inflación como Colombia, y en medio de mercados financieros volátiles y alterados por los anuncios en materia comercial y fiscal en Estados Unidos, Suiza refuerza su estatus de país refugio¹.

¹ Panamá ha recurrido a una estrategia de endeudamiento en francos suizos este año con dos operaciones por un monto total de US\$ 1.900 millones con Citibank y BBVA a un plazo de 3 años y con tasas de 2,39% y 2% flotante. La operación no ha sido de manejo de deuda, como la de Colombia, sino de financiamiento, pero ya ha mostrado los riesgos cambiarios asociados. La reciente depreciación del dólar ya ha sumado alrededor de 220 millones de dólares a las obligaciones de deuda de dicho país, cuya moneda oficial es el dólar. Por su parte, Angola tuvo hace pocos meses una llamada de margen (*margin call*) por US\$200 millones en una operación de financiamiento TRS (*Total Return Swap*) de una obligación contraída con JP Morgan por US\$1.000 millones, donde dicho país utilizó como colateral bonos emitidos en el mercado externo, que tuvieron una fuerte caída en precio en medio de la volatilidad de los mercados financieros tras los anuncios de mayores aranceles por parte de Estados Unidos. Otros países africanos con baja calificación soberana han recurrido a esquemas no tradicionales de financiamiento.

Julio 28 de 2025

Ilustración 1. Operación de manejo de deuda



Fuente: cálculos ANIF con base en bancos centrales.

La operación de TRS sería de un año, con un horizonte esperado agosto 2025-agosto 2026 (aún por confirmar), e implicaría una tasa de endeudamiento para Colombia, que ofrecería títulos en garantía como colateral, cercana al 1,5% en CHF. Con esos recursos el Gobierno colombiano compraría títulos que le sirven como colateral de la operación en tres categorías: i) bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que actualmente en su referencia T-Bill ofrece una tasa aproximada de 4,08%; ii)

1 Endeudamiento en nueva moneda

- El Gobierno pide recursos en francos suizos hasta por US\$10.000 millones.
- Pide prestado a una tasa baja de aprox. 1,5% y a corto plazo (un año).
- Compra y entrega como colateral Yankees, TES (que se transan en descuento) y tesoros de EE.UU.
- Para cubrir el *haircut* emite bonos TCO y utiliza caja en dólares.

2 Emisión de bonos nuevos

- Emite TES de largo plazo.
- Emite bonos de corto plazo en euros.
- Extiende el perfil de vencimiento.
- Nuevos bonos en mejores condiciones de mercado.

3 Fin del ciclo

- El Gobierno paga el crédito usando los bonos externos y los tesoros.
- Se deshace la operación con la recompra de los bonos del colateral.
- Extingue esos bonos para no aumentar el nivel del saldo de la deuda neta.

bonos emitidos por Colombia en dólares, los llamados Yankees, con tasas en un rango entre 6,0% y 8,8%; y iii) TES, con tasas en un rango 10%-12%.

Los dos primeros activos serían en dólares (T-Bills y Yankees), lo cual expone a la nación colombiana al riesgo de moneda entre el franco suizo y el dólar (USD/CHF); el tercer activo (TES) al estar en pesos, expone a la operación a un riesgo cambiario frente al franco suizo (COP/CHF). Como puede verse,

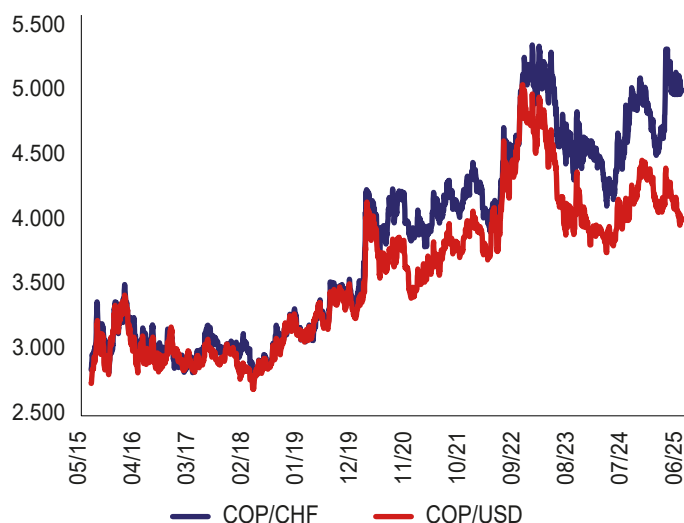
Julio 28 de 2025

los activos que Crédito Público adquiere con los recursos del crédito (TRS) tienen tasas más altas (para efectos ilustrativos supongamos 4%, 6%, 11%) mientras la tasa de fondeo es menor (supongamos 1,5%). Esta diferencia en tasas genera menores costos financieros para la nación, pero la expone al riesgo cambiario USD/CHF y COP/CHF. Vale la pena mencionar que, en la reciente coyuntura, el franco suizo ha exhibido una importante fortaleza frente al dólar. Esto se ha traducido en meses recientes en una mayor volatilidad en COP/CHF que en la tasa de cambio COP/USD (Gráficos 1 y 2).

Los títulos en colateral tienen además una prima de descuento, conocida en el mundo financiero como un *haircut*. El *haircut* representa el descuento aplicado al valor de mercado de un bono cuando se usa como garantía. En este caso el Gobierno emitiría Títulos de Tesorería a Corto Plazo (TCO) y usaría parte de su disponibilidad inicial de caja en dólares de US\$2.827 millones para cubrir el *haircut* de la operación. El uso de la caja en dólares o el monto de la emisión tendría que ser mayor si durante el tiempo de la operación los títulos entregados en garantía pierden valor, es decir, en un escenario de mayores tasas en T-Bills, Yankees o TES, lo cual implicaría una llamada de margen (*margin call*) para cubrir dicha pérdida en el valor del colateral. Queda claro que Crédito Público estaría incurriendo por cuenta de la operación en un riesgo de mayores tasas de interés, aunque dicho riesgo es natural a su obligación de financiar la Nación.

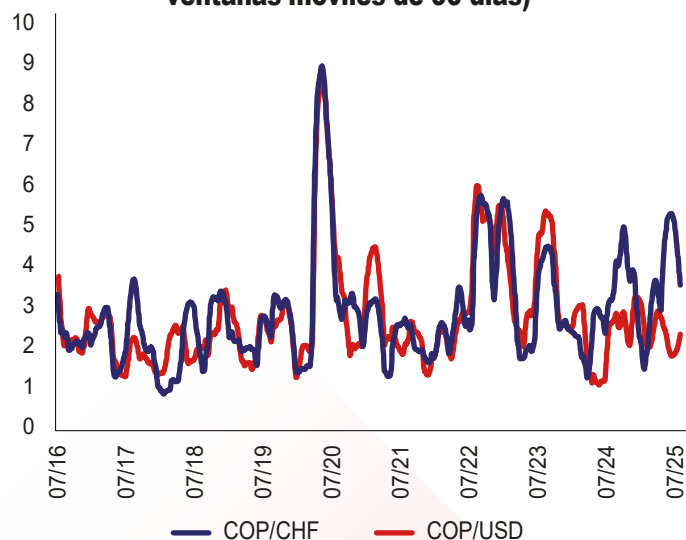
Con el objetivo de mitigar el riesgo cambiario COP/USD, liquidar Yankees que hoy operan a des-

Gráfico 1. Tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar y al franco suizo (pesos por dólar y por franco suizo)



Fuente: cálculos ANIF con base en bancos centrales.

Gráfico 2. Volatilidad del peso colombiano frente al dólar y al franco suizo (coeficiente de variación de ventanas móviles de 90 días)



Fuente: cálculos ANIF con base en bancos centrales.

Julio 28 de 2025

cuento (su valor de mercado² es menor al valor nominal³) y diversificar la fuente de financiamiento externo, Crédito Público busca además hacer en los próximos meses una emisión en euros de títulos de corto plazo. El objetivo es usar los recursos de dicha emisión en recomprar los Yankees utilizados como colateral, bajo la premisa de poder reducir el nivel de deuda de Colombia sacando títulos a descuento que son reemplazados por nuevas emisiones que deberían tener precios más cercanos a par, es decir, emisiones con precios similares a su valor nominal⁴.

Esto podría ocurrir si las condiciones de mercado para Colombia mejoran y el apetito de los inversionistas en dichos títulos hace que las tasas en euro sean menores, o si el Gobierno emite títulos con cupones más altos. En ambos casos el nivel de deuda se podría reducir, pero en el segundo las tasas de endeudamiento podrían ser más altas, todo dependerá de las condiciones de mercado. Acá se abre un nuevo riesgo cambiario cruzado entre euros y francos suizos (EUR/CHF).

Finalmente, el Gobierno emitiría TES con un objetivo similar a la eventual emisión en euros: reemplazar TES con alto descuento por nuevos que salgan cercanos a par. La misma lógica opera: esto puede reducir el nivel de deuda, pero puede generar un aumento en las tasas implícitas por la necesidad de emitir títulos con cupones más altos.

Esta compleja operación debería morir antes del cambio de Gobierno, y cesa con el intercambio fi-

nal de los flujos, donde Crédito Público utiliza los activos en moneda extranjera usados como colateral (T-Bills, bonos en euros) más TES o pesos para extinguir la obligación.

Crédito Público espera mejoras en los costos financieros en 2025 cercanos a 0,3% del PIB y a 0,6% del PIB en 2026. En su balance de riesgo, las eventuales pérdidas por movimientos en el tipo de cambio serían menores. La operación, al combinar activos de diferentes monedas, tiene riesgos cambiarios diferentes, dependiendo del portafolio usado como colateral. Si Crédito Público compra más T-Bills o Yankees, el riesgo que predomina es USD/CHF, mientras si compra más TES, el descalce relevante es COP/CHF.

Adicionalmente, dicha composición podría tener un efecto importante en el tipo de cambio y las tasas de los TES. De hecho, solo con el anuncio de la operación el peso colombiano pareció reaccionar con una apreciación, en la anticipación de los flujos resultado de la monetización parcial del crédito en moneda extranjera.

Vale la pena aclarar que la operación aún no ha ocurrido, ni se ha acordado, lo cual implica que sus efectos en los mercados financieros locales hasta el momento son fruto de especulación y expectativas de flujos futuros. Por esta misma razón, la descripción que acá hemos dado de la operación, con base en una generosa explicación del director de Crédito Público, puede no coincidir con la ejecución final, en caso de que se perfeccione.

² El valor de mercado es el precio actual al que se puede comprar o vender un bono en el mercado secundario.

³ El valor nominal es igual al valor facial o de redención de título.

⁴ La estrategia de endeudamiento para la nación, publicada por última vez en 2018, sugería una estructura óptima de endeudamiento prepandemia con las siguientes participaciones por moneda: COP (55,8%); UVR (20,4%); USD (18%); y EUR (5,7%). La composición actual es la siguiente: COP (50,5%); UVR (18,6%); USD (28,1%); y EUR (2,7%). Como puede verse el país se ha endeudado más en moneda extranjera (30,9%) que lo recomendado por dicha estrategia, en particular en dólares. Una emisión en euros ayudaría a diversificar el riesgo de moneda, pero estaría ocurriendo justo cuando se especula sobre un eventual fin del ciclo del dólar fuerte. Hacia adelante sería importante buscar una menor exposición cambiaria en línea con la recomendación de un endeudamiento en monedas extranjeras de 23,7%.

Conclusiones

En definitiva, la compleja situación fiscal ha llevado a Crédito Público a idear una ambiciosa, compleja y riesgosa operación que podría llevar a una reducción de los costos financieros en 2025 y 2026 y a reducir el nivel de deuda pública, asumiendo nuevos y mayores riesgos. Sin querer queriendo, esta operación podría terminar generando una volatilidad adicional en los mercados locales del peso y de los TES, así como afectando las condiciones de liquidez del mercado. Esto preocupa.

También preocupa que incluso en caso de éxito, donde los riesgos no se materializan, el espacio fiscal, creado a un riesgo alto, sea consumido por los colegas de Gabinete del Ministro de Hacienda, bajo la premisa de la urgencia de gasto en un período electoral. Si esta operación termina siendo una de financiamiento y no de manejo de deuda, los inversionistas podrían castigar aún más los bonos colombianos.

El director de Crédito Público todavía está a tiempo de hacer un ejercicio financiero más simple, y menos ambicioso, de canjes de deuda, para reemplazar deuda que se transa a descuento sin incurrir en todo el aparataje de la operación basada en *Carry Trade*. Si finalmente se embarca en esta peripecia, ojalá los mercados se muevan en la dirección deseada, para que no terminemos en un escenario de pérdidas y no de ahorros.

Reiteramos que, más allá de las recientes operaciones de deuda que han captado la atención de analistas e inversionistas, el eje central del debate sigue siendo la situación fiscal del país. Colombia continúa aplazando un análisis detallado sobre las fuentes de ineficiencia y las rigideces del gasto público, al tiempo que requiere avanzar en la consolidación de nuevas fuentes de ingresos fiscales. Un ajuste en el gasto acompañado de una estructura tributaria más eficiente -que además favorezca un mayor crecimiento económico- son elementos fundamentales para retomar una senda de sostenibilidad fiscal.

Julio 28 de 2025

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

		11 julio 2025	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		208.287	15,4	14,9	14,8	6,9
2. Base monetaria (B)		170.359	14,5	16,1	13,7	6,2
3. Efectivo		136.326	20,9	21,9	22,0	8,3
4. Cuentas corrientes		71.961	6,2	3,7	3,6	4,6
5. Cuasidineros		668.808	10,2	10,5	9,5	9,6
6. Total ahorro bancos comerciales		324.413	9,4	9,0	8,6	10,5
7. CDTs		344.395	11,0	11,9	10,4	8,8
8. Bonos		19.742	-23,4	-23,3	-26,0	-15,3
9. M3		927.262	10,5	10,1	9,6	7,5
10. Cartera total		663.324	5,8	4,8	4,6	0,9
11. Cartera moneda legal		647.883	6,0	5,0	4,4	1,2
12. Cartera moneda extranjera		15.440	-1,1	-1,3	14,9	-9,8
13. TES(2)	18-Jul-25	643.037	16,0	16,7	14,8	14,7
14. I.P.C.	Jun		4,82	5,05	5,09	7,18
15. IPC sin alimentos	Jun		4,94	5,13	5,19	7,64
16. IPC de alimentos	Jun		4,31	4,71	4,67	5,27
17. TRM (\$/US\$)	Jul28	4.110,48	1,87	-2,13	7,99	2,62

VALORES ABSOLUTOS

18. Reservas internacionales(3)			64.993	64.815	64.389	61.629
19. Saldo de TES (\$MM)			639.609	626.972	598.931	553.273
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Jul28		\$ 392,9	\$ 392,0	\$ 387,8	\$ 374,4
21. DTF efectiva anual	28-jul/3-ago		8,93	8,96	9,24	10,07
22. Tasa interbancaria efectiva	Jul24		9,26	9,26	9,50	11,25

FECHAS CLAVE
Julio 28 al 1° de Agosto de 2025

LUNES 28
México: Tasa de desempleo, junio.
MARTES 29
EE.UU: Balanza comercial de bienes, junio. EE.UU: Confianza del Consumidor The Conference Board. EE.UU: Encuesta JOLTS de ofertas de empleo, junio. Chile: Decisión de tasa de interés.
MIÉRCOLES 30
EE.UU: PIB 2T2025. EE.UU: Decisión de tasa de interés. Zona Euro: Confianza del consumidor, julio. Zona Euro: PIB 2T2025. Brasil: Decisión de tasa de interés. Chile: Tasa de desempleo, junio. México: PIB 2T2025. Alemania: PIB 2T2025. Canadá: Decisión de tasa de interés. Japón: Decisión de tasa de interés.
JUEVES 31
COL: Tasa de desempleo, junio. COL: Decisión de tasa de interés. EE.UU: Inflación PCE, junio. Zona Euro: Tasa de desempleo, junio. Alemania: Inflación, julio.
VIERNES 1º
EE.UU: Datos de mercado laboral, julio. EE.UU: Confianza del consumidor Universidad de Michigan Zona Euro: Inflación, julio. Perú: 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 18 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.