

agosto 20 de 2024

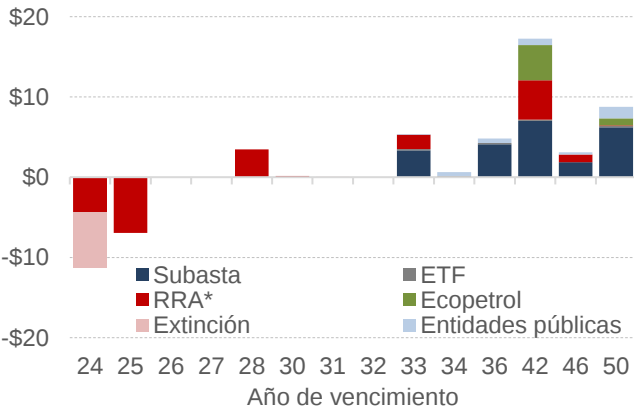
Operaciones de manejo de deuda del Gobierno seguirán siendo clave en lo que resta de 2024 y 2025. Caja tendría el doble de desafíos en 2025.

- Los problemas de caja parecen haber quedado atrás dada la continuidad de la estrategia de manejo de deuda, así como la mayor emisión de TES que vendrá según el Marco Fiscal de Mediano Plazo.
- Sin embargo, esta estrategia ha sido costosa al aumentar tanto el nivel de deuda como su duración. Ejemplo de esto es la recompra del TES a 2025 con una tasa cupón de 6.25%, a cambio de emisión de TES a 2046 con un cupón de 11.25%.
- El saldo de TES tasa fija para los plazos entre 2028 y 2050 aumentó en \$40 billones (B) en lo corrido del año a julio. De estos, \$5.3 B fueron para el pago del Gobierno a Ecopetrol por el FEPC, y según cálculos de Investigaciones Económicas (IE), se concentraron en TES de 2042 y 2050. Por su parte, \$11.3 B se explicó por el manejo de deuda.
- Aun continuando con las operaciones de manejo, para 2025 la situación de la caja podría ser más compleja, pues no solo habrá mayor pago por amortizaciones de deuda, sino que son dos los TES a vencerse. Por esto, una operación de canje tradicional es altamente probable.

A finales de abril Investigaciones Económicas (IE) alertó sobre la difícil situación de caja del Gobierno, dado el incremento del gasto público y la caída en los ingresos, explicado en su mayoría, por el menor recaudo tributario frente al estimado ([ver informe](#)). En ese momento, IE destacó que el Gobierno había acelerado sus operaciones de recompra de deuda para redención anticipada (RRA), para solventar parcialmente la situación.

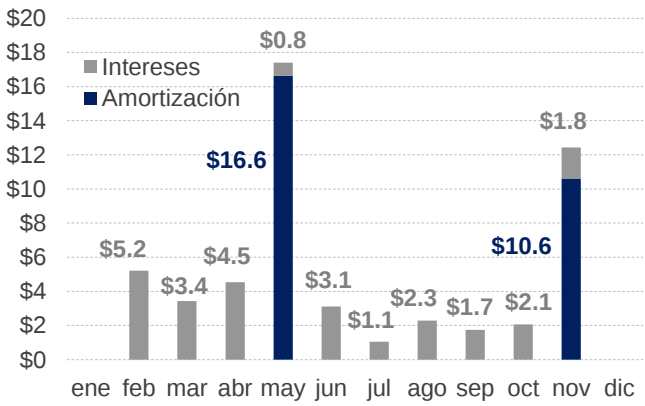
En agosto, los problemas de caja parecen haber quedado atrás dada la prolongación de dicha estrategia y la mayor colocación de TES que quedó consignada en la actualización del Marco Fiscal de Mediano Plazo ([ver informe](#)). De hecho, el pago de la Nación a Ecopetrol por la deuda del Fondo de los Precios de los Combustibles (FEPC) en TES, y no en pesos, fue la táctica final para recomponer la caja. Sin embargo, la estrategia ha sido costosa para el país al aumentar el nivel de deuda y su duración (mayor oferta de TES de largo plazo), lo que se ha reflejado en un empinamiento de la curva de TES (Gráfico 4). Para 2025 la situación de la caja podría ser más compleja, pues no solo habrá un mayor pago por amortizaciones de deuda (más de \$100 billones-B), sino que además son dos los TES a vencerse.

Gráfico 1: Cambio en saldo de TES tasa fija por origen (\$ B, año corrido a jul-24)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá. \* RRA: Recompra para redención anticipada.

Gráfico 2: Pagos por amortización e intereses TES en 2025 (\$ B; corte a 9-ago-24)



Como se observa en el Gráfico 1, el Gobierno ha incrementado notoriamente la oferta de títulos de largo plazo. En especial, el saldo de títulos TES tasa fija con vencimiento entre 2028 y 2050 exhibió un aumento de \$40 B en los primeros 7 meses del año. Del total, \$22.5 B se explicaron por el mecanismo de subastas primarias, \$0.8 B con la creación del ETF, \$5.3 B por la emisión usada para el pago del Gobierno a Ecopetrol, \$11.3 B por la estrategia de RRA y el restante por la emisión a entidades públicas.

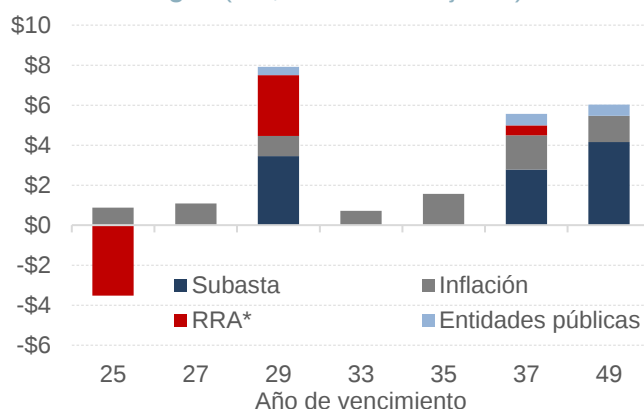
De los mencionados, cálculos de IE sugieren que el pago del Gobierno a Ecopetrol se dio en TES con corte a 2042, con 80% del total, y el restante en TES con vencimiento 2050. Por otro lado, se resalta que, en la estrategia de RRA, los títulos que se emitieron, para recomprar y extinguir los TES a 2024 y 2025, fueron los *on-the-run* (vigentes en las subastas primarias), en especial los TES de 2042. Entretanto, apenas a un mes de haberse emitido el TES a 2046, el Gobierno también lo utilizó para RRA. Con este TES entrando a las referencias del mercado, seguramente también tendrá un papel protagónico en las operaciones futuras de RRA.

En cuanto a la estructura UVR (Gráfico 3), la recompra del TES de mayo de 2025 se dio mediante la emisión de los TES con vencimiento a 2029 (85% del total) y a 2037 (15% del total), lo que derivó en una mayor oferta de títulos del tramo medio de la curva. Como se evidencia, el manejo de deuda, similar a lo observado en años anteriores, ha consistido en aumentar la duración de la deuda, con las consecuencias que esto conlleva. Así, pese a que la estrategia de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda ha favorecido la caja, la mayor emisión en títulos de larga duración también se ha traducido en un empujamiento de las curvas (Gráfico 4). Si bien esto también podría estar explicado por los temores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, la mayor oferta de TES en nodos largos ha sido un gran catalizador.

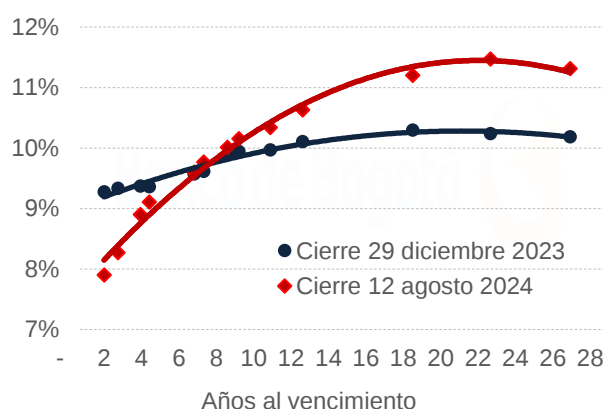
Para 2025, el panorama luce más desafiante que el de 2024. Para comenzar, el presupuesto de 2025 cuenta con una alta probabilidad de desfinanciación ([ver informe](#)), situación que presionaría nuevamente la caja de la Nación. Además, a diferencia de 2024, el siguiente año contará con el vencimiento de dos títulos, un TES UVR en mayo y uno tasa fija en noviembre, con pagos de capital cercanos a los \$28 B (Gráfico 2). Dado el alto volumen de pagos, es casi un hecho que el Gobierno continuaría con las operaciones de RRA para que, nuevamente, la caja no alcance niveles críticos. Además, es altamente probable que el Gobierno recurra a operaciones de canje tradicionales, preanunciadas y con participación directa de los creadores de mercado. Incluso, así lo ha sugerido el Ministerio de Hacienda, pudiéndose dar estos canjes antes de finalizar del año.

Frente a esta posibilidad, IE destaca que las RRA se concentraron en la denominación tasa fija meses antes del vencimiento de julio por lo que, seguramente, en el segundo semestre las RRA podrían enfocarse más en el manejo de deuda en UVR. En efecto, el saldo de los TES UVR a mayo de 2025 es de \$16.2 B y, de no cambiar el ritmo observado de las RRA en este, el saldo a diciembre se reduciría hasta \$12.3 B, según cálculos de IE (ver Anexo). Acá, las alternativas para el Gobierno son claras ya que, o recurre a una operación formal de canje del título o acelera el ritmo de RRA, algo que también aplicaría para el TES tasa fija, aunque con una premura menor, pues de mantener el ritmo de RRA, el saldo lograría reducirse hasta \$3.5 B en diciembre.

**Gráfico 3: Cambio en saldo de TES en UVR por origen (\$ B, año corrido a jul-24)**



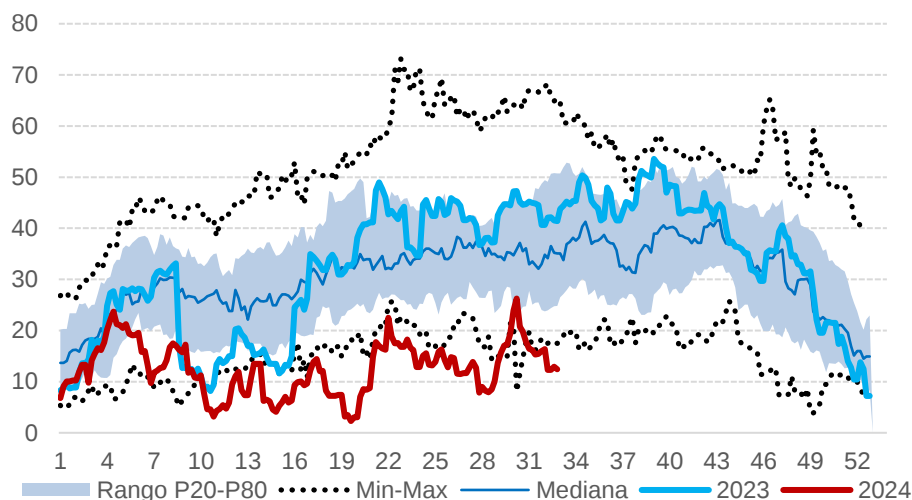
**Gráfico 4: Curva de TES tasa fija (%)**



Fuente: Ministerio de Hacienda, Banco de la República. Cálculos Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

\* RRA: Recompra para redención anticipada, \*\* UVR: Unidad de Valor Real.

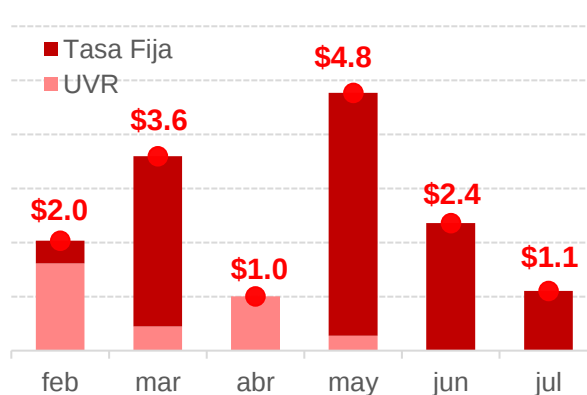
## ANEXO: Estacionalidad Saldo DTN en el Banco de la República (\$ billones 2024; semanal)



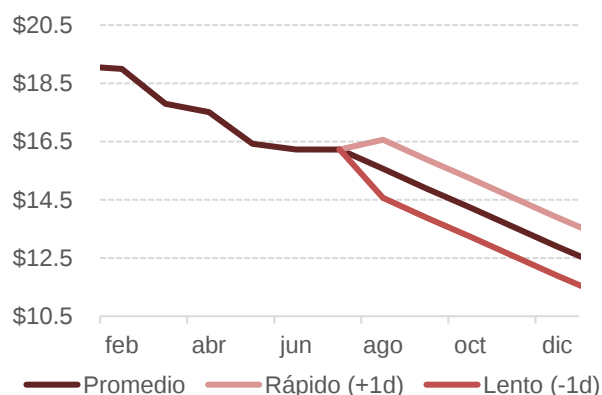
## Servicio de deuda del Gobierno (\$ Billones)



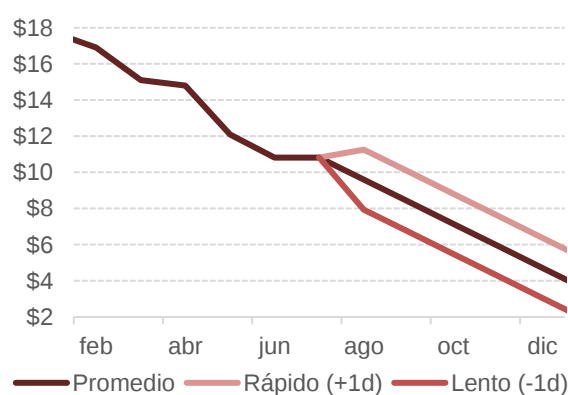
## Operaciones de RRA\* mensual (\$ Billones)



## Saldo TES UVR may-25 (\$ Billones; 2024)



## Saldo TES Tasa Fija nov-25 (\$ Billones; 2024)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá. \* RRA: Recompra para redención anticipada; \*\*El ejercicio de reducción de saldo consiste en suponer que los RRA continúan al ritmo promedio de los primeros 7 meses del año con escenarios alternativos como rápido o lento (+1/-1 desviación estándar).

**Nuestro Equipo:**

|                  |                                                               |                                                                                |
|------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| Camilo Pérez     | Director de Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados | <a href="mailto:cperez3@bancodebogota.com.co">cperez3@bancodebogota.com.co</a> |
| Francisco Chaves | Gerente Análisis de Mercados                                  | <a href="mailto:fchaves@bancodebogota.com.co">fchaves@bancodebogota.com.co</a> |
| Alejandro Rojas  | Economista Senior                                             | <a href="mailto:droja48@bancodebogota.com.co">droja48@bancodebogota.com.co</a> |
| Carlos Gómez     | Analista Bases de Datos                                       | <a href="mailto:cgomez@bancodebogota.com.co">cgomez@bancodebogota.com.co</a>   |

**Dirija sus inquietudes y comentarios a Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados:**  
[investigaciones@bancodebogota.com.co](mailto:investigaciones@bancodebogota.com.co)

**Balance Macroeconómico**

|                                                                                                            |                    |                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|-----------------|
| A las variables analizadas por Investigaciones Económicas se les asigna un balance de corto y largo plazo. | ▲ Alcista          | - Acelerando    |
|                                                                                                            | △ Alcista moderado | - Creciendo     |
|                                                                                                            | ► Estable          | - Manteniéndose |
|                                                                                                            | ▽ Bajista moderado | - Desacelerando |
|                                                                                                            | ▼ Bajista          | - Contrayéndose |

Suscribirse a nuestros informes



Este documento ha sido realizado por los analistas de la Gerencia de Investigaciones Económicas de la Vicepresidencia de Internacional y Tesorería de Banco de Bogotá. La información contenida en el mismo está basada en fuentes consideradas confiables con respecto al comportamiento de la economía y de los mercados financieros. Sin embargo, su precisión no está garantizada y no constituye propuesta o recomendación alguna por parte de Banco de Bogotá para la negociación de sus productos y servicios. De igual forma, las opiniones expresadas no reflejan la opinión de Banco de Bogotá, por lo cual la entidad no se hace responsable de interpretaciones o de distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información y cifras contenidas es exclusiva responsabilidad de cada usuario.

¿No desea recibir esta información? [desuscribirse aquí.](#)