

abril 30 de 2025

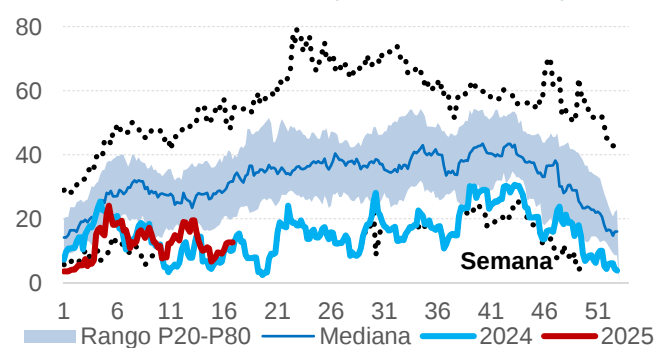
Baja caja del Gobierno ha llevado a distorsión en el mercado de TES largo y corto plazo. Entidades públicas, en especial Ecopetrol, con alta afectación.

- A finales de 2024, cuando el Gobierno decretó el cupo de emisión de títulos a corto plazo (TCO) más alto de la historia, IE alertó que, para la Nación, los problemas de caja podrían ser mayúsculos.
- Desde aquel momento, los riesgos en caja se han materializado con un recaudo tributario débil (afectado también por las altas devoluciones de la DIAN) y unas presiones de gasto elevadas.
- Para evitar una crisis de caja sin precedentes, en casi cuatro meses, el Gobierno ha utilizado 85% del cupo de colocación de TES a entidades públicas, 41% del cupo de TES largo plazo por subastas y 22% del cupo de TCO; y para la caja en dólares, casi el 100% del cupo de emisión de bonos globales.
- Lo llamativo fue la emisión de \$7.7 B de TCO (equivalente a 4 meses de subastas) para el pago a Ecopetrol del saldo total del FEPC. Así, el Gobierno empezó a utilizar los TCOs para solventar sus problemas de caja. Dada la poca liquidez de estos títulos, la caja (o liquidez) de Ecopetrol se debe haber visto afectada y, así, prácticamente la Nación trasladó sus problemas de caja a Ecopetrol.
- Dado que, con los cupos actuales, la colocación de TCO cuenta con amplio espacio, IE no descarta que se eleven los montos a subastar o se realicen emisiones directas a entidades públicas (como ya pasó con Ecopetrol). Esta estrategia generaría un escenario adverso en el que la Nación estaría transmitiendo sus problemas de caja a un gran número de agentes.
- Así, si el recaudo tributario no repunta y el Gobierno no ajusta el gasto, la distorsión en el mercado de TES se mantendría, en especial de TCO. Esto afecta no solo el balance de agentes privados sino también de los públicos, dada sus altas tenencias de TES.

A inicios de año, Investigaciones Económicas (IE) publicó un informe alertando que la Nación estaba ejecutando estrategias para afrontar una posible crisis de caja. En aquella ocasión, la advertencia provino de la expedición del Decreto 1593 de 2024 en el que la Nación aumentó el cupo de emisión de deuda a través de TES corto plazo (TCO) hasta \$57 billones (B), un máximo histórico ([ver informe](#)). Como porcentaje del PIB el cupo es de 3.2% cuando en la historia reciente solía oscilar entre 1.3% y 2.3%, dando dimensión de la magnitud de problema de caja que el Gobierno alcanzó a prever para 2025 en un escenario adverso.

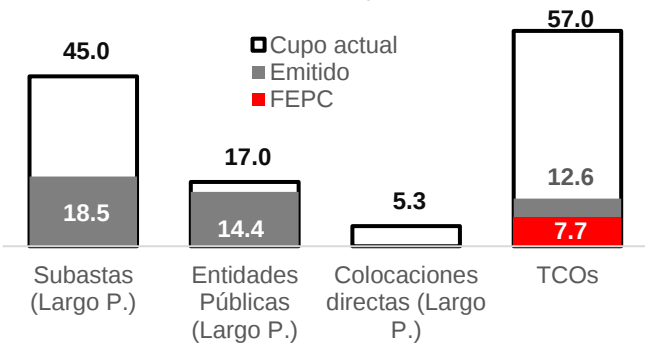
Desde entonces, los riesgos de caja se han materializado. En los ingresos, si bien el recaudo bruto del primer bimestre fue de \$49.4 B, un +6.0% más que en 2024, el recaudo neto, aquel que excluye las devoluciones que realiza la DIAN a los contribuyentes, fue de \$43.9 B, apenas +2.6% más que un año atrás. Así, mientras el crecimiento anual del recaudo bruto se encuentra lejos del objetivo trazado en el Plan Financiero de +21% anual para todo 2025, las devoluciones han sido elevadas, dando como resultado, un ingreso neto bajísimo. Es más, los gastos totales aumentaron +23.8% anual, resultando en un bajo nivel de caja (Gráfico 1) y la necesidad de acelerar la emisión de deuda como mecanismo de consecución de recursos.

Gráfico 1: Estacionalidad depósitos del Tesoro Nacional en el BR (\$ B 2025, semanal)



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

Gráfico 2: Emisión de TES 2025 al 25 de abril (\$ Billones)



En medio las altas afugias de la Nación por conseguir liquidez y honrar sus pagos, el Gobierno ha implementado varias estrategias. Dentro de estas se ha destacado: 1) colocación, en apenas tres meses, de \$14.4 B de TES directamente a entidades públicas cuando entre 2011 y 2024 para esta fecha la emisión era de \$4.4 B (\$ 2025); 2) emisión de bonos globales por USD3,800 millones; 3) la solicitud al Banco de la República de transferir la totalidad de las utilidades de 2024 por \$10 B en efectivo y 4) la petición a Ecopetrol de girar el pago de dividendos por \$7.7 B en efectivo. Este último mecanismo fue llamativo en la medida que el Gobierno le adeuda a Ecopetrol \$7.7 B por el saldo del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) de 2024. Así, mientras varios analistas esperaban que la Nación cruzara cuentas con Ecopetrol y quedar en ceros, la realidad fue que la Nación pidió el giro de \$7.7 B antes de julio y que, momento después, analizaría la forma de pago del FEPC.

Para 2025, si bien se alcanzó a prever que el pago del Gobierno a Ecopetrol del FEPC se haría con emisión de TES largo plazo, como pasó en 2024 ([ver informe](#)), la realidad fue que la Nación empezó a utilizar el cupo TCO para este fin. En efecto, según medios, el Ministerio de Hacienda realizó el pago total del saldo del FEPC por \$7.7 B mediante colocación de TCO, algo completamente sorpresivo para el mercado. La sorpresa radicó en que, gracias a la poca liquidez en las negociaciones diarias de este tipo de referencias, la caja de Ecopetrol terminó siendo la más afectada ya que transformar estos papeles a liquidez (efectivo) tendría un costo alto en el mercado. En ese sentido, se puede deducir que la Nación está transmitiendo sus problemas de caja a Ecopetrol.

Es más, según cálculos de IE, el pago a Ecopetrol fue equivalente a 16 operaciones de emisión de TCO de forma transparente con el mercado vía subastas, suponiendo la activación de cláusulas de sobre adjudicación. Es decir, en un día el Gobierno emitió los TCO equivalentes a 16 semanas de subastas (4 meses). Antes de la operación, en todas las subastas se activó la cláusula de sobre adjudicación de un +50% adicional al monto inicial a subastar. Después del pago a Ecopetrol, apenas en el 42% de las operaciones se activó dicha cláusula, sugiriendo que este mercado, similar al de TES largo plazo, empezó a saturarse por la alta oferta. Claro, al mismo tiempo también se presentó un ajuste de expectativas de tasa de interés, que en últimas se originó en el tema fiscal. Así, los problemas de caja han derivado en distorsiones del mercado de TES tanto de largo como de corto plazo.

Así, para hacer frente a las fuertes presiones de gasto, en casi cuatro meses el Gobierno ya utilizó el 85% del cupo de colocación de TES a entidades públicas, el 41% del cupo de TES largo plazo por subastas, el 22% del cupo de TCO (Gráfica 2); y para la caja en dólares, casi el 100% del cupo de emisión de bonos globales. Queda claro que, la estrategia de emisión por TCO es la que cuenta con mayor espacio.

Acá, IE plantea varios escenarios. Hasta el 29 de abril, acorde con el cronograma trazado, el Gobierno ha realizado 16 subastas de TCO con una emisión total de \$6.6 B. Además, es necesario destacar que, según el cronograma, se esperan realizar 51 subastas en todo el año donde, por el momento, cada operación contará con un cupo inicial a subastar de \$350 mil millones (MM). Si estos parámetros no cambian, en el mejor escenario en el que en todas las subastas se active la cláusula de sobre adjudicación, en las 34 subastas siguientes se lograrían obtener recursos por \$17 B para un total de \$23.6 B en todo el año. Sumado a la emisión que ya se realizó para el pago del FEPC, en todo el año se emitirían \$31.3 B de TCO, apenas 55% de todo el cupo. Entre 2016 y 2024, se utilizó en promedio el 74% del cupo.

Para alcanzar esos estándares de la historia reciente, que sería consistente con una emisión total de TCO por \$42.2 B, el Gobierno podría: 1) aumentar el monto a subastar de cada subasta; o 2) continuar utilizando los TCO para colocaciones directas, como lo hizo con el pago del FEPC a Ecopetrol. En el primer caso, por ejemplo, si desde el 1 de julio el cupo aumenta a \$500 MM y todas las operaciones activan la cláusula de sobre adjudicación, por subastas se emitiría \$31 B más el pago del FEPC de \$7.7 B para un total de \$38.7 B de emisión en todo el año, un poco cercano al estándar histórico. Con este ese escenario, el Gobierno seguiría disponiendo de algo más de \$18 B de cupo de emisión de TCO para hacer colocaciones directas a entidades públicas, tal y como lo hizo con Ecopetrol. Sin embargo, como ya se mencionó, la caja de estas compañías se vería afectada y al final, se tendría un escenario adverso donde la Nación transmite sus problemas de caja a un gran número de agentes.

Sea cual sea la estrategia, queda claro que, si el recaudo sigue sin cumplir las metas y el Gobierno no ajusta su gasto, las distorsiones en el mercado de deuda pública seguirán, afectando no solo a los privados sino también a los agentes públicos. Las desvalorizaciones de los TES de largo plazo seguramente se han traducido en pérdidas para las entidades públicas que recibieron esa gran cantidad de títulos, mientras que Ecopetrol vería un impacto importante en su caja. Para los colombianos esto se traduce en peores condiciones financieras dadas las altas tasas de interés y una tasa de cambio elevada por la mayor prima de riesgo.

Nuestro Equipo:

Camilo Pérez	Director de Investigaciones Económicas	cperez3@bancodebogotá.com.co
Francisco Chaves	Gerente Análisis de Mercados	fchaves@bancodebogotá.com.co
Alejandra Rangel	Gerente Economía Internacional	arangel@fidubogota.com
Alejandro Rojas	Economista Senior Colombia	droja48@bancodebogotá.com.co
Héctor Suescun	Economista Colombia	hsuescun1@fidubogota.com
Carlos Gómez	Analista Bases de Datos	cgomez@bancodebogotá.com.co

Dirija sus inquietudes y comentarios a Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados:
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](#).