

Ejecución de la Estrategia de Financiamiento en Colombia ¿Cómo han reaccionado los mercados hasta ahora?

Mensajes principales:

- Los objetivos de la estrategia de financiamiento se pueden agrupar en dos frentes: reducir el costo de la deuda vigente y disminuir el costo de las nuevas emisiones
- La reorganización de la deuda interna ha permitido reducir tanto el nivel como la pendiente de la curva, y un manejo estratégico de la emisión podría permitir que estos efectos sean duraderos.
- La deuda en moneda extranjera se diversificará aumentando su exposición a euros, la ventaja relativa se podría estrechar con el avance del ciclo de recortes de la Reserva Federal
- Luego de implementarse el TRS, ahora el seguimiento de los impactos en las métricas fiscales tomará protagonismo.

El tema fiscal ha estado en el centro de atención a nivel global; sin embargo, en Colombia, la estrategia de financiamiento ha llamado la atención porque, lejos de centrarse únicamente en tareas de emisión, ha tenido un trasfondo y propósito que merece análisis. Este documento ofrece un resumen de la estrategia de financiamiento, no solo lo que se implementó sino también la lógica macroeconómica interpretada a partir de diversas interacciones y comunicaciones con el Ministerio de Hacienda. Paralelamente, examinamos cómo se han comportado los mercados durante la implementación de la estrategia.

Antecedentes macroeconómicos y del mercado

Desde mediados de 2024, la curva de rendimientos de Colombia comenzó a mostrar movimientos que señalaron un aumento en las primas de la curva: primero ampliando el diferencial entre las tasas de rendimiento promedio frente a métricas base como la tasa de política monetaria o las expectativas de inflación, y segundo, generando un pronunciado empinamiento de la curva (**Gráfico 1**). Este comportamiento coincidió con un contexto en el que desapareció la perspectiva de la continuación del ciclo de recorte de tasas en Colombia, junto con un desempeño fiscal peor al esperado. Sin embargo, algo nuevo ocurrió en la estrategia de financiamiento: un aumento significativo en la deuda flotante, especialmente en plazos largos, con emisiones fuera del esquema tradicional de subastas utilizadas para pagar pasivos relevantes como el FEPC (Fondo de Estabilización de Precios de la Gasolina), entre otros. En diciembre de 2024, comparado con el cierre de 2023, la curva COLTES aumentó sus tasas promedio en 120 puntos básicos, mientras que la pendiente (10 años vs 2 años) en la curva COLTES en pesos pasó de 70 a 328 puntos básicos; una medida similar comparando el extremo largo de 30 años con el plazo de 10 años también mostró una ampliación de los diferenciales, cerrando el año 2024 en 120 puntos básicos.

En el caso de los bonos globales, la necesidad de asegurar financiación antes de finalizar 2024 llevó a un aumento en las primas en la última emisión de bonos globales de 2024. A pesar de que la demanda superó los USD 11 mil millones, el pago de cupón superior al 8% en el bono de referencia a 2054 refleja primas fiscales elevadas, también influenciadas por un contexto internacional convulsionado y ansioso ante las elecciones en EE. UU

Características de la Estrategia de Financiamiento y Efectos en el Mercado

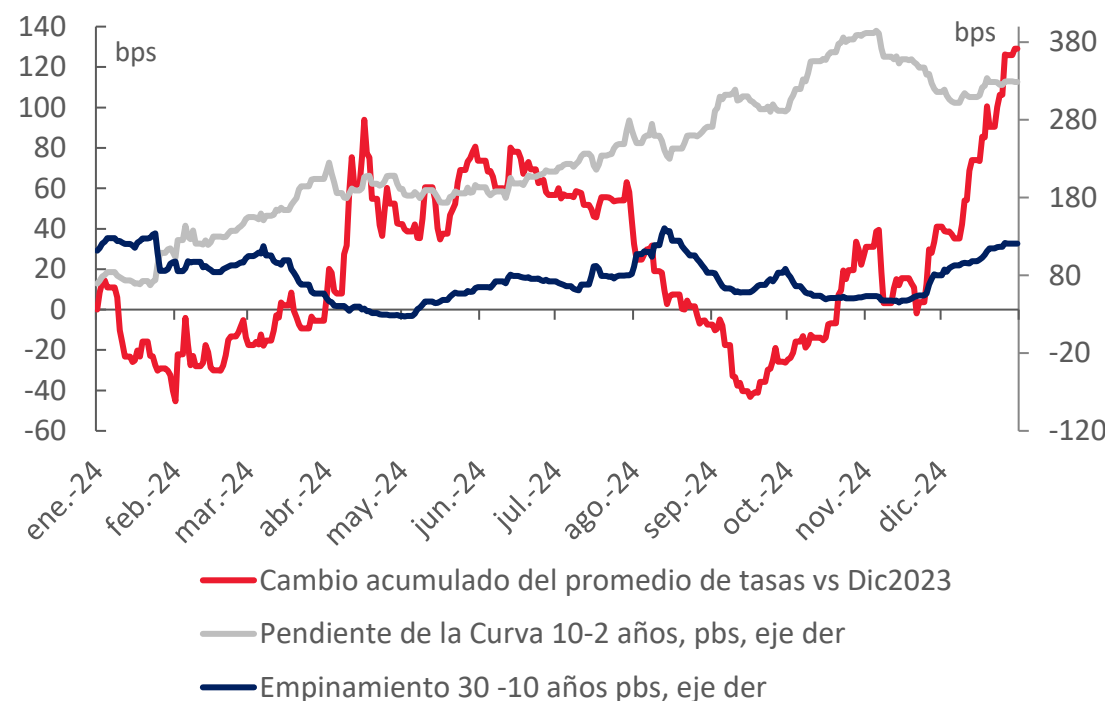
Dado el contexto anterior, identificamos que el propósito de la estrategia de financiamiento en 2025 puede agruparse en dos objetivos: primero, reducir el costo de la deuda vigente y segundo, reducir el costo de nuevas emisiones. Ambos objetivos aplican a deuda en moneda local y extranjera (**Tabla 1**).

I. Reducción del Costo de la Deuda Vigente en Moneda Local

Se han realizado siete operaciones de manejo de deuda (OMD), reduciendo el monto vigente de bonos con descuento al intercambiarlos por bonos cercanos a su valor par. Esto ha reducido el valor nominal de la deuda en aproximadamente COP16.3 billones en COLTES en pesos y UVRs (~0.90% del PIB, **Gráfico 2**). Además, se ha realizado un intercambio de referencias dentro del portafolio del Ministerio de Hacienda y el portafolio del FONPET (Fondo de Pensiones Territoriales), lo que ayudó a reducir el valor nominal de la deuda en COP 5 billones (~0.28% del PIB). Cabe destacar que el 7 de octubre, el Ministerio anunció la séptima operación OMD, en la cual la novedad fue que el Gobierno ahora está intercambiando deuda con vencimiento menor a un año (TCOs) por plazos más largos, una operación que probablemente no está relacionada con la reducción del valor nominal de la deuda, sino con la necesidad de gestionar necesidades de liquidez de cara a 2026.

Además, un paso previo implicó la compra de un portafolio por aproximadamente COP 12 billones por parte del Ministerio de Hacienda tras la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo. Esta acción contrarrestó el efecto de la salida de inversionistas de fondos indexados que vendieron sus posiciones en COLTES luego de la reducción de calificación por parte de S&P en julio. Esta compra ayudó a reducir las tasas de interés a largo plazo, lo que significa que la pendiente de la curva disminuyó, eliminando la prima de pendiente formada en 2024. Posteriormente, se conoció que este portafolio también fue utilizado en la construcción de la operación TRS con los seis bancos internacionales. Según el último informe de tenedores de COLTES, el portafolio del Ministerio de Hacienda se ubicaba en COP 9.93 billones.

Gráfico 1. Cambio acumulado del nivel de la curva en 2024 frente a diciembre de 2023 vs Evolución de la pendiente de la curva



Fuente: Cálculos Scotiabank Colpatría a partir de la curva cero cupón derivada de los parámetros de Precia.

Tabla 1: Clasificación de la Estrategia de Financiamiento por propósito

	Reducir el costo de la deuda existente	Gestionar el costo de la nueva deuda
Moneda extranjera	<ol style="list-style-type: none"> 1. Recompra de bonos en USD (USD 2.9 mil millones) 2. Emisión de euros (4.100 millones de euros) 3. Total Return Swap (TRS): Intercambio de flujos con 6 bancos globales (USD 5.4 mil millones)* + USD 1.5 mil millones en bonos del Tesoro de EE. UU. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Solicitud al CICP** para aumentar la deuda en moneda extranjera (USD 7,5 mil millones) 2. Preferir la emisión de bonos denominados en euros 3. Uso limitado de la financiación multilateral
Moneda local	<ol style="list-style-type: none"> 1. Canje de bonos descontados por bonos a la par. Reduce el suministro en la parte larga y esto motiva aplanamiento en la parte larga de la curva 2. Recompra de bonos a largo plazo y siete canjes de deuda con creadores de mercado 3. Parte del Total Return Swap (TRS) que involucra (USD 3.1 mil millones en COLTES, ~COP 12 tn) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sobreponderar la emisión de tenores cortos y parte media de la curva. 2. Gestión de tamaños moderados en emisiones de bonos a más largo plazo 3. Cambio en el monto de las subastas: COP 800 mil millones de pesos (nominales) y \$400 mil millones (UVR). TCO (corto plazo) \$ 900 mil millones. 4. Plan de subastas extendidas en 2025 (+COP 15 tn)

*BBVA, Santander, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs, and J.P. Morgan.

**Comisión Interparlamentaria de Crédito Público.

Fuentes: Min Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

Ejecución de la Estrategia de Financiamiento en Colombia ¿Cómo han reaccionado los mercados hasta ahora?

II. Reducción del costo de nuevas emisiones en moneda local

En medio de la reducción del exceso de deuda vigente en referencias con descuento—especialmente a largo plazo de cupón a un dígito—y la compra de COLTES para el portafolio del Ministerio, el aplanamiento en el extremo largo de la curva dio una señal para emitir el bono a 33 años. El COLTES 2058 fue emitido con un cupón del 12%. Macroeconómicamente, anclar las tasas de largo plazo alrededor del 12% ayuda a establecer un referente para los costos de crédito a largo plazo en la economía, como en los mercados hipotecarios y proyectos de inversión; algo que a mediano plazo podría promover un mejor entorno para el crecimiento económico.

Desde el punto actual, esperamos que el Ministerio de Hacienda mantenga la oferta de bonos a largo plazo creciendo controladamente y evite desencadenar otro episodio de exceso de oferta similar al observado en 2024. En contraste, se favorecerán las emisiones a corto y mediano plazo, ya que estos segmentos tienen una mejor absorción entre una base más diversa de inversionistas.

El resultado de las estrategias implementadas previamente se ha reflejado de diversas maneras en la curva de rendimientos. En general, toda la curva estuvo bajo presión después de la publicación del plan de financiamiento en febrero de 2025, ya que mostró una baja credibilidad en las proyecciones fiscales. Sin embargo, tras el Marco Fiscal de Mediano Plazo, cuando se dio a conocer la nueva estrategia de financiamiento, la evolución de las tasas ha sido más benévola. El promedio de las tasas se ha reducido en 67 puntos básicos, mientras que la pendiente entre los plazos de 30 años y 10 años se ha reducido en 54 puntos básicos y actualmente se sitúa en 51 puntos básicos (**Gráfico 3**). En el caso de la pendiente entre los plazos de 10 años y 2 años, se observó un avance, en el cual las tasas a 10 años se han reducido más que las tasas a 2 años.

Cabe destacar que, mientras el gobierno ha preferido emitir en el tramo corto y medio de la curva, se ha observado especialmente en los bonos a corto plazo (TCO, sigla en español para los bonos emitidos con vencimiento a un año) un aumento en el diferencial, que ha alcanzado aproximadamente los 46.4 puntos básicos frente a la tasa IBR a 12 meses (**Gráfico 4**). Esto representa una compensación entre enfrentar mayores tasas de financiación en la deuda de corto plazo, con la esperanza de que las tasas de refinanciamiento mejoren en el futuro.

Por último, pero no menos importante, el Ministerio de Hacienda anunció un aumento en la meta de subastas de COLTES por COP 15 billones, lo que probablemente extenderá el calendario de subastas hasta diciembre y proporcionará información sobre cómo la estrategia anterior se refleja en la curva de rendimientos.

III. Reducción del Costo de la Deuda Vigente en Moneda Extranjera

Las acciones iniciales se centraron en reemplazar los bonos denominados en dólares en circulación. El 11 de agosto, el Ministerio de Hacienda recompró bonos por USD 2.96 mil millones utilizando recursos propios y estructuras de financiamiento que involucraron moneda local y francos suizos. Aproximadamente un mes después, el gobierno emitió EUR 4.1 mil millones en los mercados globales, con una demanda que alcanzó los EUR 25.43 mil millones. El 2 de octubre, el Ministerio informó ([ver link](#)) que la estructura de cobertura construida para la parte de financiamiento de la recompra de bonos globales cerró con un resultado positivo para la nación—equivalente a ~USD 85 millones (~COP 331 mil millones / 0.02% del PIB), lo que representa un beneficio del 4% en aproximadamente un mes, dado el tamaño de la operación.

Ampliar la denominación de la deuda externa a euros permite acceder a una base de inversionistas más amplia. Aunque requiere un mayor monitoreo de la exposición cambiaria, se espera que el diferencial de tasas de interés entre euros y dólares reduzca los costos de endeudamiento a largo plazo. La Dirección de Crédito Público manifestó que en el mediano plazo buscaría llevar a la deuda en euros a representar el 8% del total de flotante en moneda extranjera.

En la misma línea, se realizó una operación de **Total Return Swap (TRS)** con seis de los principales bancos internacionales. El valor nominal total de la operación fue de USD 9.4 mil millones, de los cuales USD 4.66 mil millones involucraron deuda denominada en dólares. En esta estructura, la nación recibe pagos por esta canasta de bonos, además de otro componente compuesto por COLTES en pesos (USD 3.1 mil millones) y bonos del Tesoro de EE. UU. (USD 1.55 mil millones), a cambio de pagos sobre una obligación en francos suizos. En esta estructura, se identifica la emisión de COP 21.6 billones (~USD 5.3 mil millones), sirvió como haircut (~35%) de la operación (**Tabla 2**).

Gráfico 2. Operaciones de Manejo de Deuda interna ejecutadas por Crédito Público entre mayo – octubre de 2025 (Billones COP)

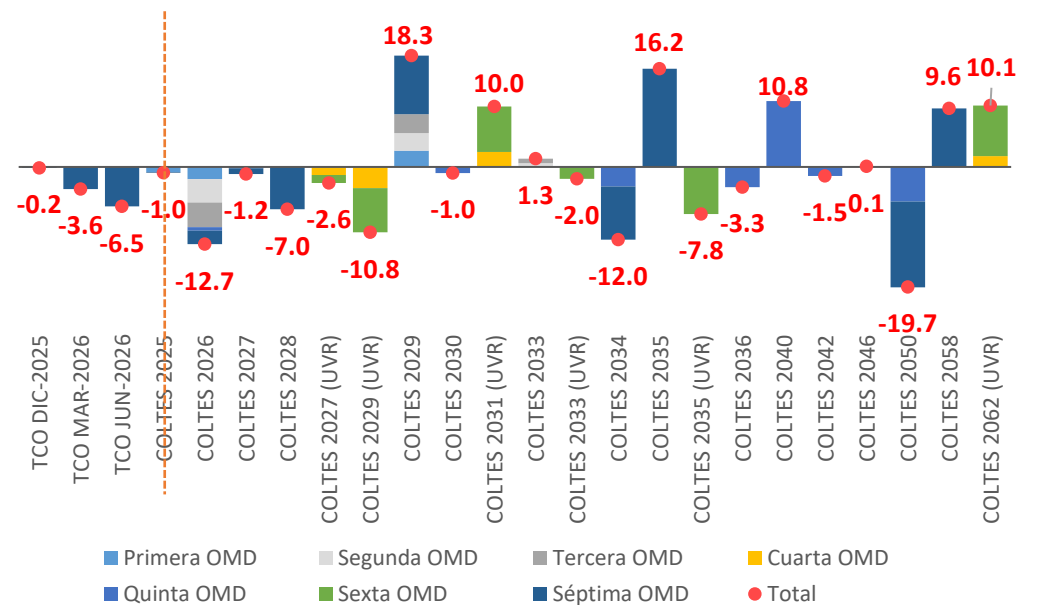


Gráfico 3. Cambio Acumulado del promedio de tasas en 2025 vs Diciembre de 2023 vs evolución de métricas de empinamiento de la curva

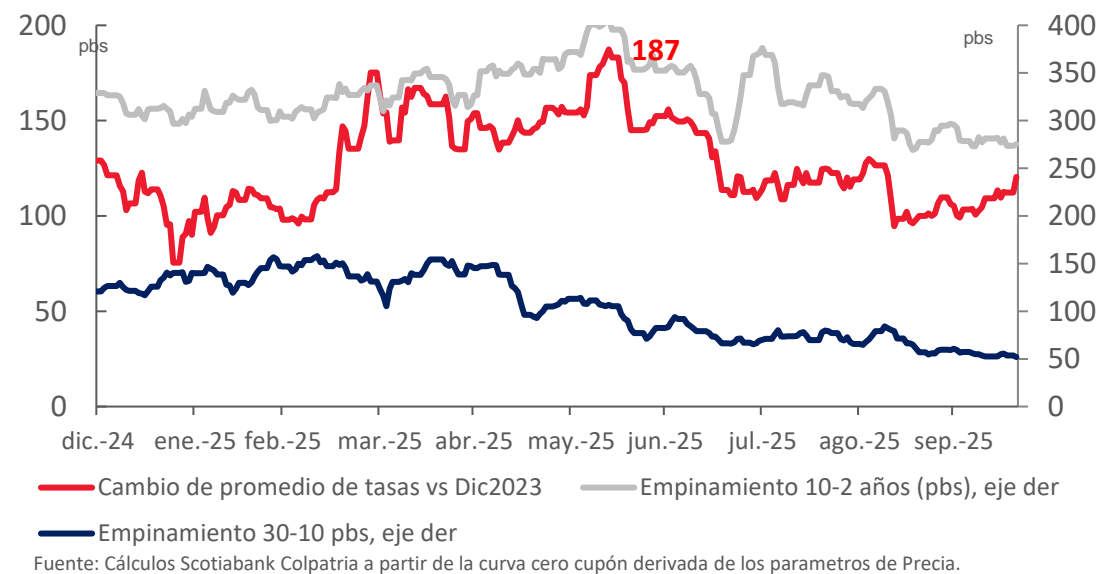
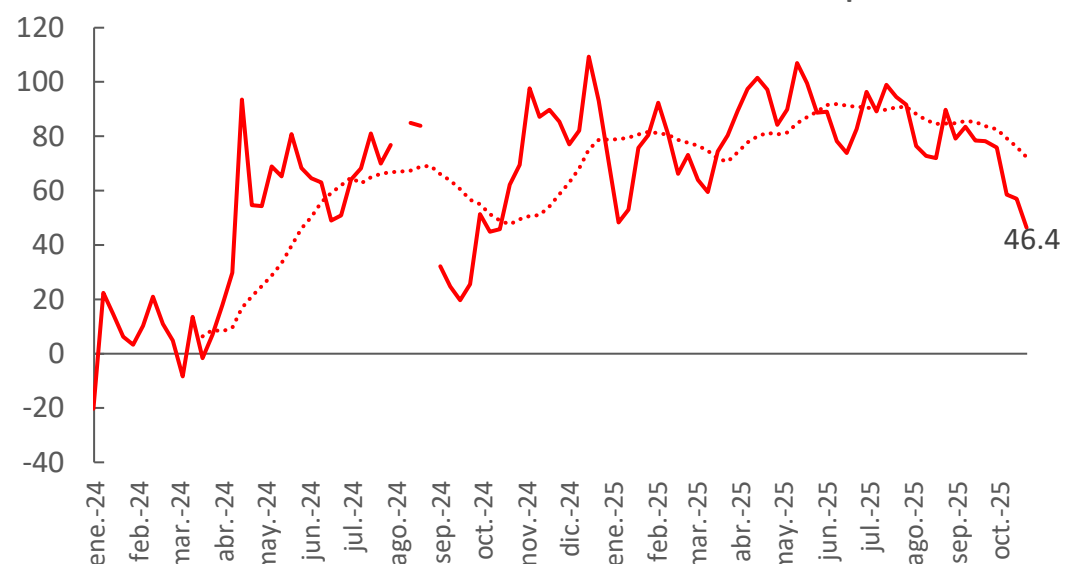


Gráfico 4. Tasa de corte TCOs vs. IBR 12 meses pbs



Fuente: Banco de la República, Scotiabank Colpatría

Tabla 2: Estructura del Total Return Swap de la nación con bancos internacionales

Componentes	Monto
Bonos Globales (denominados en dólares)	USD 4.66 MM
COLTES	USD 3.11 MM
Tesoros de EEUU	USD 1.55 MM
Haircut en TCOs	USD 5.3 MM

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Ejecución de la Estrategia de Financiamiento en Colombia ¿Cómo han reaccionado los mercados hasta ahora?

Según el Ministerio de Hacienda, en la operación de **Total Return Swap (TRS)**, la nación se comprometió a pagar CHF 7.495 mil millones a cambio de USD 9.324 mil millones, de lo cual se infiere una tasa de cambio de equilibrio de **0.8038 francos suizos por dólar (Gráfico 5)**. Según el comunicado del Ministerio, en esta estructura: El **dólar estadounidense (USD)** es la **moneda operativa**, el **franco suizo (CHF)** es la **moneda de exposición de la obligación**, y el **euro (EUR)** es la **moneda que mitiga el riesgo de la operación**.

IV. Reducción del Costo de Nuevas Emisiones en Moneda Extranjera

La estrategia ahora se enfoca en **aumentar las obligaciones en moneda extranjera denominadas en euros**, aprovechando el diferencial de tasas frente al dólar. El Ministerio de Hacienda tiene capacidad para emitir hasta **USD 5 mil millones** en los mercados globales, con una solicitud adicional de **USD 2.5 mil millones** pendiente. La estrategia de financiamiento incluye **aumentar la recurrencia en los mercados globales en 2026**, con una emisión planificada de hasta **USD 9 mil millones**.

Cabe destacar que, según las proyecciones de **Scotiabank Economics**, el diferencial de tasas de política monetaria entre EE. UU. y Europa podría reducirse en los próximos meses, ya que la Reserva Federal ha señalado la posibilidad de **reanudar su ciclo de flexibilización**. Actualmente, el diferencial de tasas de política monetaria se encuentra en **210 puntos básicos**, y se espera que para finales del próximo año se reduzca a **85 puntos básicos (Gráfico 6)**.

¿Qué hay sobre el objetivo de mejorar la posición de liquidez?

El **Ministerio de Hacienda** buscó promover mejores niveles de liquidez para la nación. Aunque las operaciones de los grupos I y III no generaron efectivo directamente, podrían proporcionar alivio fiscal en el flujo de caja del país. No obstante, la estructura del **TRS** proporcionó cierta liquidez temporal en efectivo mediante el intercambio del portafolio de **COLTES** valorado en **USD 3 mil millones (~COP 12 billones)** con seis bancos internacionales para construir la estructura del TRS; nuestra hipótesis es que este efectivo fue utilizado para reconstruir una posición en instrumentos COLTES.

Al **17 de Octubre**, la disponibilidad de efectivo de la nación en la cuenta del banco central (**DTN**) se ubicaba en **COP 11 billones (0.6% del PIB, Gráfico 7)**, recuperándose desde un mínimo por debajo de **COP 2 billones** semanas antes. Parte de esta recuperación se atribuye al TRS y otra parte a la temporada tradicional de pagos de impuestos.

Cabe destacar que el Ministerio de Hacienda no solo está favoreciendo la tenencia de efectivo, sino también la conformación de un portafolio que reduzca el costo de oportunidad de la liquidez. De hecho, según el reciente informe de tenedores de COLTES, se observó que el portafolio del Ministerio se mantienen en un nivel alto (~**COP 9.93 billones**).

Comentarios finales

Aunque debe transcurrir tiempo antes de que los resultados fiscales de las estrategias de financiamiento se hagan evidentes, los indicadores reportados por el Ministerio de Hacienda muestran preliminarmente que la **relación deuda/PIB se ubicó en 60.7% a agosto**, aún por debajo de la proyección del **Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025 (MFMP-2025)**, que estima **61.3%** para el cierre de 2025. La Dirección de Crédito Público se planteó como meta llegar al 55% del PIB al final del actual periodo de gobierno.

En cuanto a los **gastos por intereses**, estos deben compararse con las proyecciones del MFMP, que estiman **4.7% del PIB para 2025**, y **3.8% según el Presupuesto General de la Nación para 2026**. La Dirección de Crédito Público ha manifestado que su objetivo es llevarlos al 3% del PIB.

En términos de efectos de mercado, las **primas de riesgo se han comprimido**, especialmente en la deuda en moneda local, lo cual se refleja en una **curva de rendimientos menos empinada**—una forma que puede mantenerse en la medida en que el Ministerio de Hacienda evite un aumento significativo en la oferta en el tramo más largo de la curva.

Finalmente, es importante destacar que, aunque la **exposición derivada de la estructura TRS por USD 9.4 mil millones (2.4% del PIB)** es relevante, su resultado neto dependerá de la **gestión del Ministerio de Hacienda hasta el vencimiento**, se conoce que la **reducción de la estructura se haría mediante el avance de las emisiones de bonos en euros**.

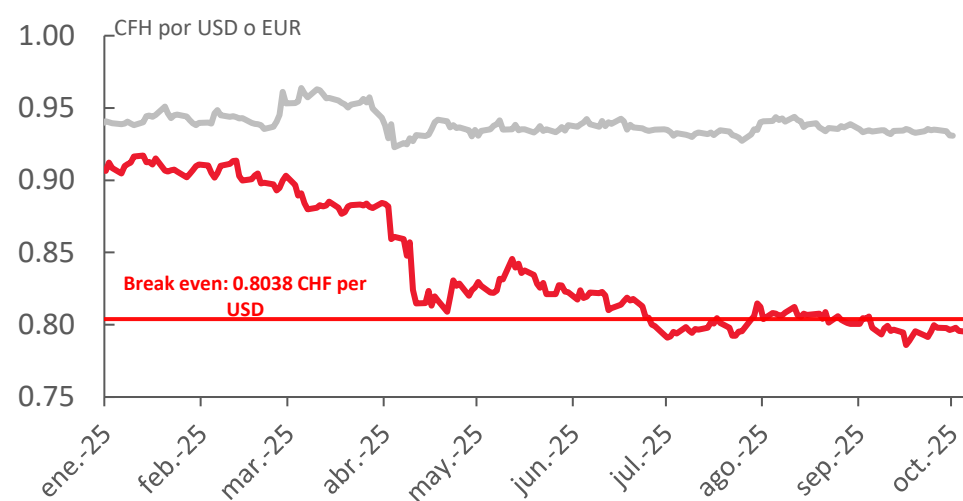
Equipo Macro Research Colombia

Jackeline Piraján | Economicista Jefe Colombia jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Valentina Guio | Economista Senior daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

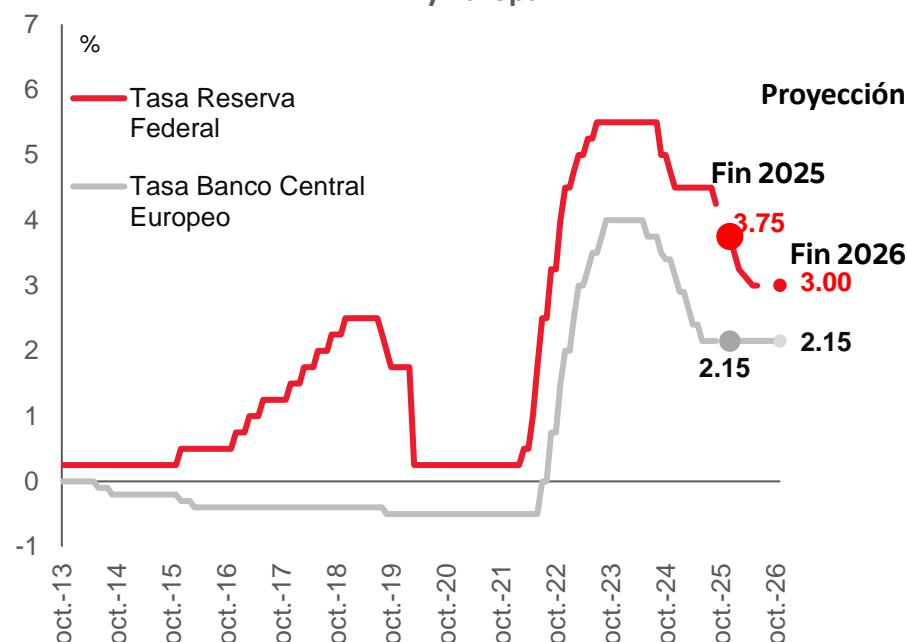
Juan Pablo León | Estudiante en Práctica juanp.leon@scotiabankcolpatria.com

Gráfico 5. Tasa de Cambio USDCHF y EURCHF*



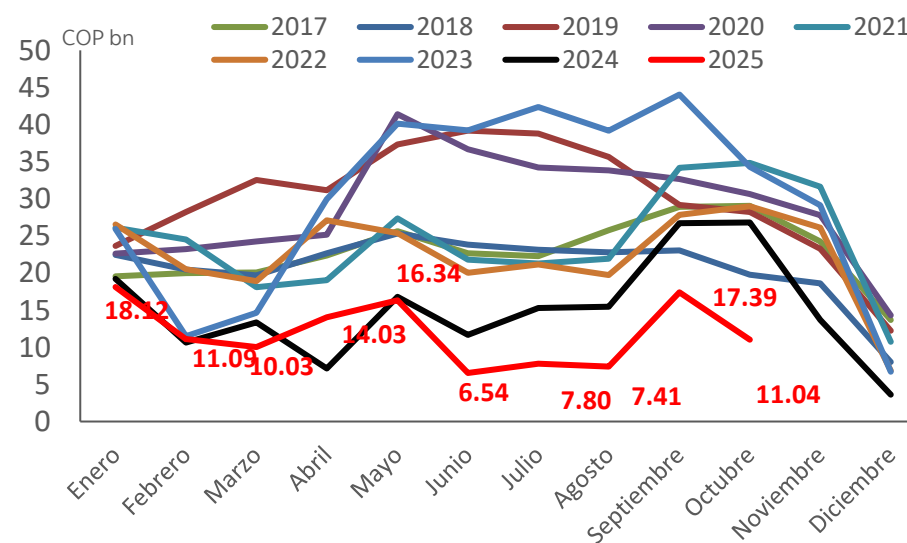
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

Gráfico 6. Proyección tasas de política monetaria EEUU y Europa



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics Forecasts.

Gráfico 7. Evolución del saldo de las disponibilidades por año



Fuente: BanRep, Scotiabank Economics Forecasts, Fecha de corte: 17 de octubre 2025

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría S.A. Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría S.A. Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia) S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos 2.40.1.1.2 y 2.40.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
 - La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatría S.A., ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
 - Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
 - Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes de información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
 - Ni Scotiabank Colpatría S.A., ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.
 - La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
 - Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
 - Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión.
- ® Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia. * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia.

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes y lograr un crecimiento sostenible y rentable. Guiados por nuestro propósito, "por nuestro futuro", ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capitales. Con activos de aproximadamente \$1.4 billones (al 31 de enero de 2025), Scotiabank es uno de los bancos más importantes de Norteamérica por sus activos y cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y síganos en X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner and deliver sustainable, profitable growth. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at January 31, 2025), Scotiabank is one of the largest banks in North America by assets, and trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank.

À propos de la Banque Scotia

La Banque Scotia a pour vision d'être le partenaire financier de confiance de sa clientèle et de générer une croissance rentable et durable. Dans l'esprit de sa mission d'entreprise, « pour l'avenir de tous », elle contribue à la réussite de ses clientes et clients, de leur famille et de leur collectivité en offrant des conseils et une vaste gamme de produits et de services, dont des services bancaires aux particuliers, aux entreprises et aux sociétés, des services bancaires privés, d'investissement et de gestion de patrimoine ainsi que des services liés aux marchés des capitaux. La Banque Scotia se classe parmi les banques les plus importantes de l'Amérique du Nord au chapitre des actifs, avec environ 1 400 milliards de dollars canadiens d'actifs au 31 janvier 2025. Les actions de la Banque Scotia sont cotées en bourse à Toronto (TSX : BNS) et à New York (NYSE : BNS). Pour en savoir davantage, veuillez consulter www.banquescotia.com et suivre le fil @Scotiabank sur X.