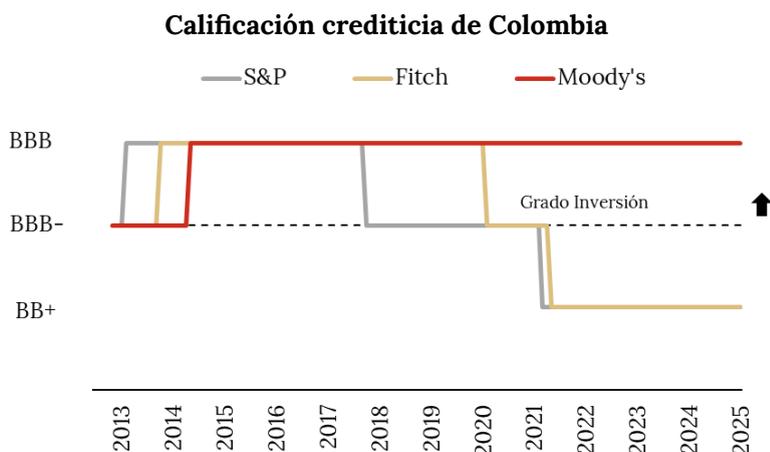


## Peso Colombiano: Riesgo Fiscal y Calificación Soberana bajo Presión

### Resumen: El caso del peso colombiano ante posibles rebajas

Colombia enfrenta un riesgo creciente de rebaja crediticia en un contexto de fragilidad fiscal estructural. Con un déficit superior al 7% del PIB y una deuda pública superior al 60%, el país ya fue degradado a grado especulativo por parte de las agencias S&P y Fitch, mientras Moody's aún mantiene el grado de inversión, aunque con perspectiva negativa. En la última década, los mercados emergentes han mostrado alta sensibilidad a este tipo de rebajas, especialmente cuando implican la pérdida del grado de inversión, generando fuertes depreciaciones cambiarias. Este informe analiza los fundamentos fiscales actuales, los escenarios de rebaja crediticia y su impacto potencial sobre el peso colombiano, los TES y los spreads soberanos, comparando la experiencia colombiana con otros emergentes.



Fuente: Entidades calificadoras de riesgo - Investigaciones Económicas Accivalores

### 1. Fragilidad fiscal y castigo del mercado: Lecciones de una década

Desde el fin del boom de los commodities, las economías emergentes enfrentan una presión fiscal creciente. La caída de ingresos y el aumento del gasto tras 2014 deterioraron las cuentas públicas y expusieron debilidades estructurales. Varios países pasaron de superávits o déficits moderados a desequilibrios fiscales severos, acumulando deuda y enfrentando riesgos crediticios crecientes.

Casos como Brasil, Sudáfrica y Turquía reflejan un patrón común: déficits persistentes, deuda en rápido ascenso, dependencia de ingresos volátiles o empresas estatales, y alta exposición a cambios en las condiciones financieras globales.

#### Wilson Tovar

Gerente  
wtovar@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1107

#### Maria Alejandra Martinez Botero

Directora  
maria.martinez@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1566

#### Jahnisi Arley Caceres Gomez

Analista de renta variable  
jahnisi.caceres@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

#### Laura Sophia Fajardo Rojas

Analista de divisas  
laura.fajardo@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

#### Maria Lorena Moreno Varon

Practicante  
maria.moreno@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

### Síguenos en:



@accivaloressa



Acciones y Valores



Acciones y Valores



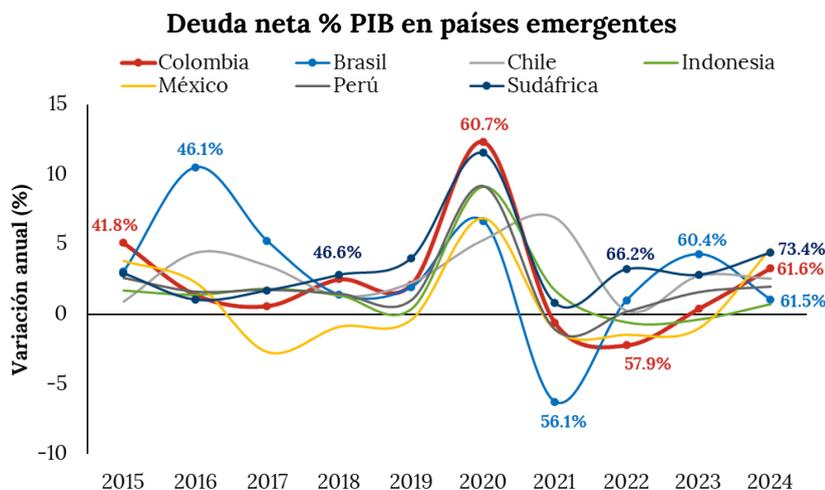
@accionesyvaloressa

**Suscríbete a  
nuestros informes**

- **Brasil** pasó de superávits fiscales a un déficit superior al 10% del PIB en 2015, mientras su deuda pública superó el 70%. Tras perder el grado de inversión en 2015, el real cayó 3% el día del anuncio y 10% en el mes siguiente, con un alza de 200 puntos básicos en el Credit Default Swap -CDS- indicador que mide el riesgo país. Las rebajas posteriores (2016-2018) continuaron generando episodios de volatilidad, aunque más acotados.
- **Sudáfrica** amplió su déficit del 4% al 15% del PIB entre 2015 y 2020, con deuda rumbo al 90%. La pérdida del grado de inversión en 2017, en medio de una crisis política, provocó una depreciación del rand del 7% en un mes. En 2020, la rebaja adicional tuvo un impacto menor, pues ya estaba descontada.
- **Turquía**, con déficits fiscales crecientes (del 1% al 5% del PIB), alta inflación y fuerte dependencia de financiamiento externo, enfrentó una depreciación del 25% en su moneda - lira turca- tras las rebajas de 2018. Su CDS superó los 700 puntos básicos, reflejando la pérdida de confianza de los inversionistas en su política económica.

En contraste, países como México, Chile y Perú, que mantuvieron cierto grado de disciplina fiscal, experimentaron impactos más contenidos.

- **México** sostuvo déficits entre el 2% y 3% del PIB, aunque su deuda aumentó hasta 53% y los pasivos de PEMEX añadieron presión. Las rebajas fueron graduales y el impacto cambiario moderado: la rebaja de Fitch en 2019, apenas depreció al peso un 2%, mientras que los spreads contra bonos del Tesoro de EE.UU. se ampliaron sólo temporalmente.
- **Chile** registró déficits cercanos al 3% del PIB y duplicó su deuda hasta el 33% tras la pandemia. Las rebajas de 2017 provocaron una caída cambiaria marginal (1%) y sus CDS se mantuvieron bajos, aunque el peso chileno se depreció 10% en 2019-2020, cuando la rebaja coincidió con protestas internas y los efectos de la pandemia del COVID-19.
- **Perú** sufrió un salto del déficit al 8.9% del PIB en 2020, con la deuda pública subiendo al 35%. Las rebajas de 2021 llegaron tras una depreciación previa del sol cercana al 10% por la incertidumbre política, por lo que el impacto adicional fue limitado.



Nota: Las etiquetas representan la cifra de la deuda neta como porcentaje del PIB en ese año.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional - Investigaciones Económicas Accivalores

Por su parte, Indonesia destaca como caso positivo: mantuvo la regla fiscal con déficit por debajo del 3% y una deuda cercana al 30% del PIB. Esa disciplina le permitió recibir mejoras de calificación entre 2017 y 2018, mientras su moneda mostró resiliencia incluso ante choques externos.

En general, los países que sufrieron rebajas crediticias comparten características clave: desequilibrios fiscales estructurales, necesidades de financiamiento elevadas, dependencia de ingresos cíclicos o empresas públicas, y entornos políticos inestables que dificultan ajustes. Estas condiciones no solo detonaron los recortes de calificación, sino que amplificaron su impacto en mercados: en muchos casos, los CDS subieron de forma anticipada, reflejando el deterioro de la percepción de riesgo.

Hasta aquí podemos decir que, la reacción cambiaria y de spreads ante las rebajas depende de cuatro factores clave:

1. Sorpresa frente a las expectativas del mercado.
2. Pérdida (o no) del grado de inversión.
3. Entorno global de riesgo o liquidez.
4. Credibilidad de la política económica.

Cuando los fundamentos de las economías son sólidos o las rebajas están descontadas, el impacto tiende a ser leve. En cambio, los anuncios inesperados en contextos frágiles pueden detonar ventas agresivas de monedas y bonos, como lo han demostrado múltiples episodios en la última década.

### Episodios de rebaja soberana (2015-2025) y reacción de mercado

País (fecha)	Calificadora - Acción	Justificación fiscal	Variación FX (T-5 → T+30)	Cambio spreads soberanos
<b>Colombia (20 May 2021)</b>	S&P - BBB- → BB+	Déficit 7.8% PIB 2020; fracaso reforma tributaria y ajuste más lento de lo previsto	Peso cayó -2% intradía (-0.92% al cierre)	El riesgo país ya se negociaba en ≈136 pbs; el anuncio sólo añadió unos puntos básicos al CDS, que se mantuvo alrededor de 140-150
<b>Brasil (Sep 2015)</b>	S&P - BBB- → BB+	Déficit >10% PIB, deuda al alza, crisis política	-10%	CDS + ≈200 pb
<b>México (Jun 2019)</b>	Fitch - BBB+ → BBB	Riesgos fiscales de Pemex, menor crecimiento	-2%	CDS + ≈20 pb
<b>Chile (Jul 2017)</b>	S&P - AA- → A+	Menor ingreso del cobre, deuda en ascenso	-1%	CDS + ≈10 pb
<b>Perú (Sep 2021)</b>	Moody's - A3 → Baa1	Débil ancla fiscal, inestabilidad política	-4%	CDS + ≈30 pb
<b>Sudáfrica (Abr 2017)</b>	S&P - BBB- → BB+	Déficit persistente, shock político	-6%	CDS + ≈70 pb
<b>Turquía (Sep 2016)</b>	Moody's - Baa3 → Ba1	Fragilidad institucional y externa	-8%	CDS + ≈60 pb

Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

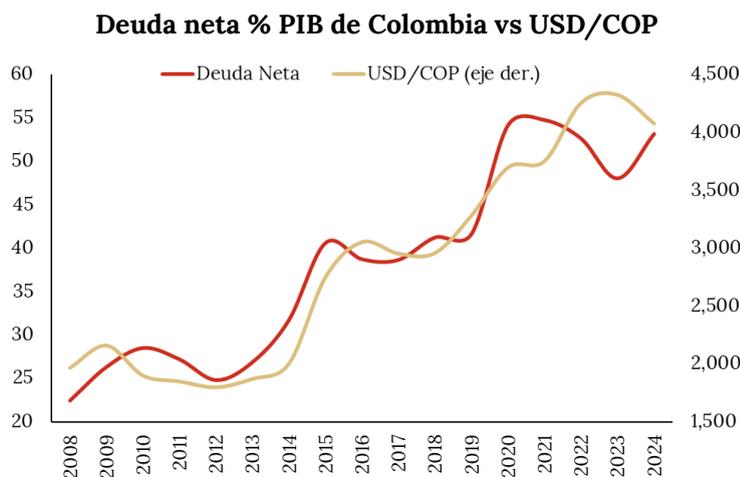
## 2. Radiografía fiscal de Colombia: déficit persistente y riesgo de rebaja

Colombia enfrenta un entorno fiscal delicado, marcado por déficits persistentes, aumento de la deuda pública y presiones sobre su calificación crediticia. En 2021, S&P y Fitch rebajaron al país a grado especulativo (BB+), tras un deterioro fiscal

post-pandemia y el fracaso de una reforma tributaria. Moody's, aunque mantiene el grado de inversión en Baa2, mantiene una perspectiva negativa.

El déficit fiscal del gobierno central se incrementó hasta el 7.8% del PIB en 2020 como consecuencia de los costos asumidos por la pandemia, y aunque hubo una recuperación parcial, en 2022 se mantuvo en 5.3%, cerrando 2024 en 6.7%, muy por encima de la meta oficial del 5.6%. En el último año, la deuda pública alcanzó el 61.3% del PIB, mientras que el costo del servicio ascendió al 4.4% del PIB, reflejando el impacto de tasas globales más altas. A pesar de los ajustes parciales y la recuperación cíclica de ingresos, el deterioro estructural persiste.

Una combinación de gasto inflexible, dependencia de ingresos petroleros y falta de reformas profundas, limita el margen de maniobra fiscal. En este contexto, las calificadoras han mantenido la atención sobre Colombia particularmente este año. Como sabemos, en marzo de 2025 la agencia calificadora Fitch mantuvo la calificación pero revisó su perspectiva a negativa; S & P también mantiene una perspectiva negativa y ha anunciado que podría adelantar su revisión programada para el mes de octubre al mes de junio. Moody's, por su parte, ha advertido, que si no se cumple el plan de ajuste fiscal ni se respeta la regla fiscal, la nota podría ser rebajada. El mercado espera con atención el Marco Fiscal de Mediano Plazo y el anuncio oficial sobre la posible activación de la cláusula de escape de la regla fiscal.



Fuente: MinHacienda - Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Consideramos que si bien una rebaja de Moody's a Baa3 aún mantendría el grado de inversión, dejaría al país al borde del grado especulativo. De otro lado, una degradación de dos escalones implicaría la pérdida total del grado de inversión por parte de las tres agencias, llevando los bonos colombianos a la categoría de "fallen angel", con consecuencias potenciales en términos de salidas de capital y primas de riesgo.

Comparado con otros emergentes y particularmente de la región, Colombia presenta mayores debilidades fiscales que México o Perú, y se asemeja más a economías como Brasil o Sudáfrica. Aunque su nivel de deuda es relativamente menor que el de estos últimos, supera al de países como Chile, Perú y México. Además, la rigidez del gasto y la alta dependencia del petróleo aumentan su vulnerabilidad, mientras que su ajuste fiscal post-COVID sigue incompleto. Pese a cierta estabilización monetaria e

inflación en descenso, el frente fiscal sigue siendo el principal factor de riesgo soberano.

### 3. Reacción histórica del COP a rebajas

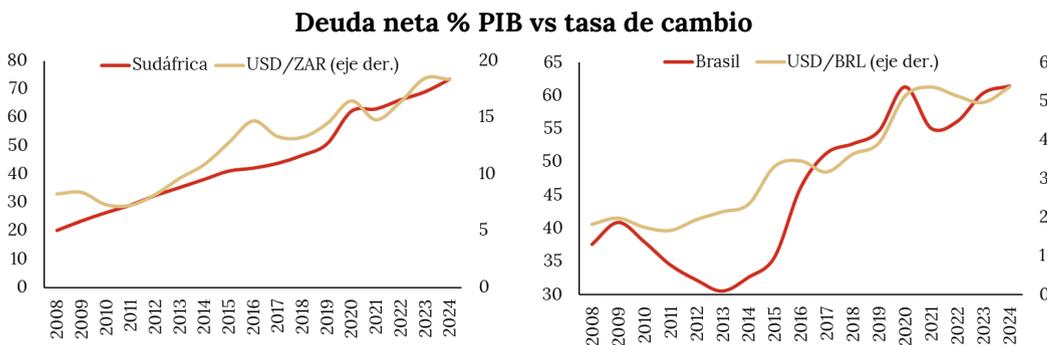
La respuesta del mercado cambiario colombiano a las rebajas crediticias ha sido generalmente moderada, excepto en episodios sorpresivos o cuando se pierde el grado de inversión. En mayo de 2021, cuando S&P rebajó a Colombia a grado especulativo (BB+), el COP cayó 2% en el día y 0.92% intradía. A medida que la rebaja era anticipada por el mercado, su impacto fué acotado. Pocas semanas después, Fitch también recortó la calificación a BB+, con un efecto marginal sobre la moneda (<1%), ya que el mercado había descontado este desenlace.

En otros episodios, el impacto fue igualmente limitado:

- **2017 (S&P a BBB-):** el dólar subió apenas \$16, y el COP se depreció solo 0.5%.
- **2020 (Fitch a BBB-):** la moneda no reaccionó, pues ya acumulaba una caída superior al 20% por la pandemia y el desplome del petróleo.
- **2021 (Fitch a BB+):** el COP casi no se movió (<1%), ya habiéndose asimilado la pérdida del grado de inversión.

En conjunto, el comportamiento del COP ante rebajas ha dependido de dos factores clave: la sorpresa relativa del anuncio y si este implica cruzar un umbral crítico como la pérdida del grado de inversión. En ese sentido, una posible rebaja por parte de Moody's tendría un impacto más significativo, ya que representa la última agencia que conserva el grado de inversión para Colombia.

Además, los datos muestran que existe una correlación entre el deterioro fiscal —medido por la deuda neta como porcentaje del PIB— y la depreciación cambiaria. Colombia y Sudáfrica presentan una relación más directa: a mayor deuda, mayor depreciación de su moneda, lo que sugiere una percepción más alta de vulnerabilidad macroeconómica por parte de los mercados. Brasil, en contraste, ha mostrado cierta resiliencia cambiaria pese a niveles elevados de deuda, probablemente gracias a políticas monetarias más creíbles o flujos de capital positivos.



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Investigaciones Económicas Accivalores

Este tipo de análisis ratifica que el canal fiscal-cambiario no opera de forma uniforme: además del nivel de deuda, influyen factores como la credibilidad

institucional, la calidad de la política económica y la percepción general de riesgo país.

#### 4. **Peso colombiano: conclusiones y escenarios para la moneda local**

Colombia está en la zona crítica: la suspensión de la regla fiscal, sin un anclaje creíble, aumenta el riesgo de rebaja soberana. Un Marco Fiscal de Mediano Plazo convincente podría contener la presión. De lo contrario, el mercado exigirá más prima de riesgo y la calificación podría deteriorarse aún más. Dado este panorama, ¿qué tan expuesto está el peso colombiano a una rebaja adicional?

- a. **Escenario base:** Moody 's rebaja la nota colombiana un escalón, de Baa2 a Baa3, pero conserva el grado de inversión y mantiene la perspectiva negativa. El mercado ya descuenta este desenlace, por lo que de acuerdo a nuestros modelos, el peso colombiano se desprendería apenas entre 0.5% y 1% en los días cercanos al anuncio y el CDS soberano se ampliaría unos 15-25 pbs. La curva TES podría incrementarse en cerca de 20 pbs adicionales.
- b. Por otro lado, un **escenario más optimista** sería si Moody 's mantiene la perspectiva negativa y la calificación en Baa2, dando margen de credibilidad al panorama fiscal local. En ese caso el peso se apreciaría entre 1% y 3%, los CDS se comprimirían alrededor de 20 pbs y mejoraría el apetito por títulos locales. Este resultado exigiría que se presenten medidas claras—reforma tributaria o recortes de gasto—capaces de reducir el déficit en 2026 y dibujar una trayectoria descendente de la deuda.
- c. En cuanto al **escenario pesimista**, Moody 's degrada dos escalones, a Ba1, retirando el grado de inversión. Ello provocaría salidas forzosas de fondos, un alza mayor a los 70 pbs en el CDS y una depreciación del peso cercana al 3% retornando a los niveles máximos del último año, junto con un repunte cercano a los 80 pbs en los TES de largo plazo. El BanRep podría verse obligado a suministrar liquidez e incluso a mantener una postura monetaria más restrictiva. Este escenario se materializaría si no se proyecta mejoría alguna en las cifras fiscales del país y la deuda se mantiene sustancialmente alta sin un plan de corrección creíble.

## Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2025 Acciones & Valores S.A.