



TRS, dólar y TES: lo que dejó la conferencia de Crédito Público

15 de mayo 2026

Ayer, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó un webinar con el objetivo de exponer el avance de las estrategias de manejo de deuda. La conferencia de Crédito Público redujo una incertidumbre puntual, pero no cerró la discusión de fondo del mercado. El avance en la cancelación del Total Return Swap —TRS—, la disponibilidad de caja para completar la operación y la intención de cancelar los títulos recuperados disminuyen el riesgo técnico de ejecución. Sin embargo, para el USD/COP, la curva TES y los CDS, la pregunta relevante sigue siendo si esta estrategia financiera es suficiente para compensar una posición fiscal estructuralmente más exigente.

En el corto plazo, la conferencia reduce la incertidumbre sobre el cierre del TRS y acota el riesgo de ventas forzadas de activos o presiones técnicas adicionales sobre TES. En el mediano plazo, el debate sigue siendo fiscal: el Gobierno puede mejorar la foto de deuda bruta mediante operaciones de manejo de pasivos, pero la prima exigida por los inversionistas dependerá de la capacidad de mostrar una senda creíble de ajuste, menores necesidades de financiamiento y estabilidad en la regla fiscal. En otras palabras, el TRS reduce un riesgo técnico, pero no sustituye consolidación fiscal.

Qué despeja la conferencia y qué sigue abierto

Crédito Público presentó el TRS como una operación de eficiencia financiera, no como una fuente tradicional de financiamiento del gasto. Según la explicación oficial, la Nación recibió recursos de bancos internacionales para estructurar un portafolio de deuda pública y capturar sus retornos. Una vez se cancela la obligación, el Gobierno recupera la propiedad legal de los títulos y los retira del saldo de deuda, en lugar de venderlos en el mercado secundario. Esto es relevante porque reduce el temor a una liquidación masiva de TES o bonos globales que presione directamente los precios.

La operación original implicaba una obligación de CHF 7,495 millones contra USD 9,325 millones, con un portafolio compuesto por bonos globales, TES y Tesoros de Estados Unidos. Según lo presentado, cerca del 67% de la obligación ya estaría cancelada y la caja requerida para prepagar la operación sería cercana a USD 6,990 millones. Bajo esa lectura, el saldo pendiente sería aproximadamente 33%: cerca de USD 2,300 millones si se mide sobre la caja efectiva requerida, o alrededor de USD 3,100 millones si se mide sobre el notional total. Esta diferencia es importante porque no es lo mismo el tamaño nominal de la estructura que la caja necesaria para cerrarla.

Según Crédito Público, el cierre del TRS no requeriría una emisión adicional específica para refinanciar la operación, en la medida en que los recursos para completarla ya estarían identificados. Sin embargo, esto no elimina las necesidades generales de financiamiento del Gobierno ni la presión sobre el programa de colocaciones de TES. La lectura de mercado, por tanto, es favorable en términos de ejecución, pero limitada en términos fiscales: el TRS puede mejorar la administración del balance y reducir deuda bruta, pero no modifica por sí solo la dinámica del déficit ni las necesidades recurrentes de financiamiento.

Estructura del TRS y caja requerida para su cancelación

Caja (Tesoro Nacional) USD 6.99 B	TES 3.11 Bonos 4.66 Caja -0.78	TES 3.11 Bonos 4.66 UST 2.33 TCO 5.02	Colateral (Deuda Bruta) USD 15.12 B
	Derechos (Rendimientos TRS) USD 9.32 B	TES 3.11 Bonos 4.66 UST 1.55	
		CHF 7.50	Obligaciones (Deuda Bruta) CHF 7.50 B

Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



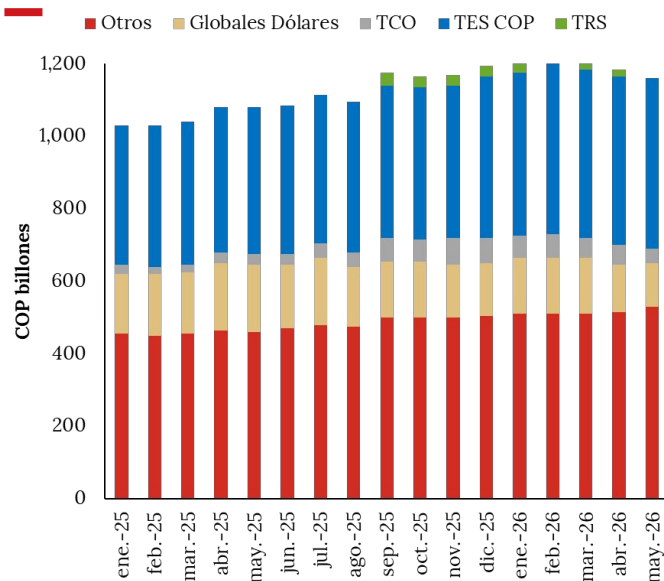
TRS, dólar y TES: lo que dejó la conferencia de Crédito Público

15 de mayo 2026

La conferencia también dejó una señal cambiaria relevante. Crédito Público señaló que aprovechó niveles de tasa de cambio cercanos a COP\$3,500-COP\$3,600 para realizar operaciones orientadas a reducir exposición cambiaria y gestionar caja. Aunque esto no constituye intervención cambiaria formal, sí confirma que niveles bajos del USD/COP pueden ser considerados eficientes dentro de la estrategia financiera de la Nación.

En TES, el mensaje fue mixto. La modificación de las cláusulas de sobreadjudicación permite adjudicar hasta 30%, 50% o 100% adicional cuando la demanda supere 2.0x, 2.5x o 3.0x el monto convocado, respectivamente. Esto mejora la flexibilidad para capturar ventanas de demanda, pero también implica que el mercado deberá absorber montos potencialmente más altos de deuda interna. La lectura no debe ser únicamente que el Gobierno tiene más margen para financiarse, sino que ese margen dependerá del costo al que el mercado esté dispuesto a comprar duración colombiana.

Efecto del TRS sobre la deuda bruta del GNC



Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

En cualquier caso, vale la pena reconocer el componente técnico de la operación. El diseño y avance del desmonte del TRS han permitido reducir un riesgo operativo relevante, acotar la posibilidad de ventas forzadas de activos y avanzar hacia el objetivo de retirar títulos del saldo de deuda. Esto no elimina la discusión fiscal estructural, pero sí muestra una ejecución financiera que, hasta ahora, ha logrado cumplir con buena parte de lo que buscaba: disminuir riesgos de balance y evitar una presión directa sobre el mercado secundario.

USD/COP: compras oficiales, Plan Financiero y ciclo electoral

El Plan Financiero 2026 ofrece una referencia útil para entender por qué el Ministerio puede encontrar atractivo comprar dólares en niveles bajos. El Gobierno proyectó una tasa de cambio promedio de

COP\$3,801 para 2026 y una tasa de cierre de COP\$3,915. Bajo esa referencia, comprar dólares en la zona de COP\$3,500-COP\$3,600 no solo implica hacerlo en niveles históricamente bajos frente a los riesgos fiscales, sino también por debajo de los supuestos macrofiscales oficiales.

La magnitud es relevante. Comprar a COP\$3,500 frente al promedio del Plan Financiero representa una diferencia de COP\$301 por dólar, equivalente a 7.9%. Frente a la tasa de cierre proyectada, la diferencia asciende a COP\$415 por dólar, o 10.6%. En términos de caja, cada USD 1,000 millones comprados a COP\$3,500 en lugar de COP\$3,801 implican un menor costo en pesos de COP\$301,000 millones frente al supuesto promedio del Plan Financiero. Esto no debe interpretarse como una ganancia fiscal realizada, sino como una referencia de eficiencia en la gestión de caja: mientras más apreciado esté el peso frente al escenario oficial, más atractivo resulta recomponer liquidez externa.

Esta lectura gana relevancia en medio del calendario electoral. Un resultado percibido como favorable para la consolidación fiscal, la regla fiscal y la estabilidad institucional podría comprimir la prima de riesgo local, valorizar TES y generar una apreciación rápida del peso. Sin embargo, esa misma



TRS, dólar y TES: lo que dejó la conferencia de Crédito Público

15 de mayo 2026

apreciación podría activar compras tácticas del Ministerio si el USD/COP cae hacia niveles considerados eficientes para caja o cobertura. Por tanto, una apreciación postelectoral del peso no necesariamente sería lineal: el USD/COP podría caer inicialmente por menor prima local, pero encontrar demanda oficial en niveles bajos.

La respuesta a si el Gobierno comprará más dólares debe ser matizada. Sí podría hacerlo, pero no necesariamente por una urgencia inmediata asociada al TRS. Si la caja para cerrar la operación ya está disponible, las compras futuras responderían más a gestión de liquidez, cobertura de obligaciones externas y administración de pasivos. Si son graduales y oportunistas, actuarían como factor de contención. Si el mercado las interpreta como señal de estrés de caja, podrían tener un efecto más negativo sobre la percepción de riesgo.

TES: menor riesgo técnico, pero el costo de fondeo sigue elevado

En renta fija, la conferencia reduce un riesgo específico: que el cierre del TRS implique ventas directas de los títulos asociados a la estructura. La señal de que los activos recuperados serán cancelados y no liquidados en mercado secundario es positiva para la curva, especialmente porque disminuye el riesgo de oferta adicional directa. Además, el avance en la cancelación reduce la exposición a riesgos contingentes, como llamados al margen o movimientos adversos en tasas y monedas.

Sin embargo, esa menor presión técnica no elimina el principal problema de los TES: el mercado sigue exigiendo una prima elevada para financiar al Gobierno. Esta prima no responde únicamente a una mayor percepción de riesgo fiscal; también incorpora una inflación local más persistente frente a otros mercados, lo que reduce el espacio para una normalización rápida de la política monetaria y mantiene altos los retornos exigidos sobre la deuda en pesos. En ese sentido, la presión sobre la curva refleja una combinación de riesgo fiscal, inflación y condiciones monetarias restrictivas, más que un solo factor aislado. La sobreadjudicación aumenta la flexibilidad para adelantar colocaciones cuando haya demanda, pero también puede convertir las subastas en eventos de mayor absorción de duración. El punto clave no es solo si las subastas reciben demanda suficiente, sino a qué tasa se está financiando la Nación.

La señal para la curva, por tanto, no es completamente positiva ni negativa. Si la mayor sobreadjudicación permite capturar demanda sin deteriorar las tasas de corte, puede reducir el riesgo de ejecución del programa anual de financiamiento. Pero si se usa para colocar montos elevados en un mercado que exige primas crecientes, puede validar niveles altos de tasa y mantener presión sobre la parte media y larga de la curva. En ese escenario, la demanda por TES no implica necesariamente normalización; puede reflejar absorción condicionada a retornos suficientemente altos.

Preguntas que siguen abiertas

El mercado seguirá monitoreando cinco puntos. Primero, cuánta caja en dólares quedará después de cerrar el TRS. Segundo, qué niveles del USD/COP podrían activar nuevas compras oficiales; el Plan Financiero sugiere que la zona por debajo de COP\$3,800, y especialmente COP\$3,500-COP\$3,600, luce atractiva frente a los supuestos oficiales. Tercero, cuánto del menor saldo de deuda corresponde a una mejora permanente y cuánto a un efecto de manejo de portafolio. Cuarto, cuánto del programa de financiamiento interno queda por ejecutar y a qué tasas. Y quinto, cómo reaccionarán USD/COP y TES ante el resultado electoral, especialmente si una eventual apreciación del peso motiva compras de dólares por parte del Ministerio.

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 contruidos 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. © 2026 Acciones & Valores S.A.



Héctor Wilson Tovar García

Gerente de Investigaciones Económicas

✉ wtovar@accivalores.com ☎ (601) 7430167 ext 1107



María Alejandra Martínez Botero

Directora de Investigaciones Económicas

✉ maria.martinez@accivalores.com ☎ (601) 7430167 ext 1566

Hugo Camilo Beltrán Gómez

Analista Renta Variable

✉ hugo.beltran@accivalores.com

Laura Sophia Fajardo Rojas

Analista Divisas

✉ laura.fajardo@accivalores.com

Lyhz Valentina Tovar Rodríguez

Practicante

✉ lyhz.tovar@accivalores.com



WhatsApp:
+57 3112182255

Bogotá:
601 514 33 43

Línea Nacional:
01 8000 111 700

Síguenos:



[accionesyvalores](#)



[accionesyvaloressa](#)



[company/acciones-y-valores-s-a/](#)