

Informe Renta Fija Julio-Agosto 2025

*Operación de manejo de deuda:
¿Anestesia y agravante para la
crisis fiscal?*



12 de agosto de 2025

Operación de manejo de deuda: ¿Anestesia y agravante para la crisis fiscal?

Informe Renta fija

EDITORIAL: OPERACIÓN DE MANEJO DE DEUDA: ¿ANESTESIA Y AGRAVANTE PARA LA CRISIS FISCAL? (PÁG 3)

- El deterioro fiscal de Colombia es estructural, pero se profundizó después de la pandemia y ha sido especialmente acelerado en los últimos dos años. Aunque el país necesita urgentemente corregir el rumbo fiscal, las decisiones de la actual administración están yendo en la dirección opuesta.
- Pocas semanas después de presentar el Marco Fiscal de Mediano Plazo y anunciar la suspensión de la regla fiscal, en su proyecto de presupuesto para 2026 el gobierno aumentó el gasto y el déficit primario, así como el recaudo esperado de una Ley de Financiamiento aun desconocida y con pocas probabilidades de ser aprobada en el Congreso.
- Ante la grave crisis fiscal y los problemas de caja, el Ministerio de Hacienda no sólo elevó las colocaciones de deuda en 2025, sino que está realizando operaciones de tesorería por un monto históricamente alto.
- En particular, hay una operación que ha despertado más atención que las preocupantes cifras fiscales, en la que el gobierno adquiere un préstamo de corto plazo en francos suizos a una tasa de interés muy baja, para comprar TES y bonos globales con descuentos altos. En los próximos 12 meses, irá pagando el crédito mediante emisiones en euros y pesos, asumiendo mayores riesgos de refinanciación y de mercado que estarían acotados dada la magnitud del diferencial de tasas (*carry trade*) de la operación.
- La estrategia está afectando la formación de precios e impulsando valorizaciones en los mercados locales, las cuales contrastan con el deterioro de las finanzas públicas. La “anestesia” continuará mientras el Ministerio mantenga la demanda de TES y la oferta de dólares, pero el mercado eventualmente incorporará los crecientes riesgos fiscales.
- Más allá de los riesgos financieros, inherentes a cualquier estrategia de financiamiento, nos preocupa que la operación está viabilizando aumentos adicionales en el gasto público, especialmente tras la suspensión de la Regla Fiscal para las vigencias 2025 a 2027.
- De hecho, la reserva estratégica de liquidez de \$20 billones que anunció el Ministerio de Hacienda como parte de la operación, se conformará mediante emisiones adicionales de deuda (subastas) y se destinará a prefinanciar el gasto de 2026, acaparando el ahorro en la economía por parte del sector público (*crowding out*).
- Los economistas solemos decir que “no hay almuerzo gratis” para advertir que, tarde o temprano, los excesos de gasto tendrán que ser asumidos. Esta operación parece distraer la atención de lo fundamental: el país debe realizar urgentemente ajustes estructurales al gasto y los ingresos tributarios para evitar que las finanzas públicas caigan al precipicio.

BALANCE DE TENEDORES DE TES: EL MINISTERIO COMPRA Y LOS EXTRANJEROS VENDEN (PÁG 15)

- El Ministerio de Hacienda fue el principal comprador de TES en julio, adquiriendo \$10,5 billones, su mayor compra neta en un solo mes. La fuerte demanda entre junio y julio obedece a la construcción de las garantías para la operación de manejo de deuda.
- En contraste, los fondos de capital extranjero realizaron la desacumulación mensual más alta de toda la historia, con una venta neta de \$6,4 billones, evidenciando que la estrategia del Ministerio de Hacienda les ha abierto una ventana de oportunidad para tomar utilidad.
- De los 10 mayores vendedores de TES extranjeros, estimamos que solo dos respondieron a la reducción de la calificación crediticia de Colombia, mientras que el resto habrían ejecutado una toma de utilidad sobre su portafolio de TES.
- En julio, los TES en tasa fija continuaron valorizándose, debido al interés demostrado por el Ministerio de Hacienda de recomprar títulos que tienen un descuento cercano al 30%. Adicionalmente, el Ministerio realizó cuatro nuevas emisiones de bonos, dos en tasa fija y dos en UVR.
- Durante el séptimo mes del año, los Tesoros americanos se desvalorizaron frente al cierre de junio, incorporando la aprobación del proyecto fiscal de Donald Trump “*Big Beautiful Bill*”, las negociaciones de los aranceles recíprocos entre EE. UU. y sus socios, y un tono más *hawkish* de la Reserva Federal.
- En lo corrido de la primera semana de agosto, los Tesoros americanos han incorporado una menor fortaleza del mercado laboral en EE. UU, a pesar de las dudas que aún persisten sobre los posibles recortes de la Fed. En Colombia, continúan las valorizaciones impulsadas por el Ministerio de Hacienda, quien confirmó la recompra de bonos en moneda local y extranjera.

12 de agosto de 2025

Julio Romero A.
Economista Jefe
julio.romero@corfi.com

Operación de manejo de deuda: ¿anestesia y agravante para la crisis fiscal?

- El deterioro fiscal de Colombia es estructural, pero se profundizó después de la pandemia y ha sido especialmente acelerado en los últimos dos años. Aunque el país necesita urgentemente corregir el rumbo fiscal, las decisiones de la actual administración están yendo en la dirección opuesta.
- Pocas semanas después de presentar el Marco Fiscal de Mediano Plazo y anunciar la suspensión de la regla fiscal, en su proyecto de presupuesto para 2026 el gobierno aumentó el gasto y el déficit primario, así como el recaudo esperado de una Ley de Financiamiento aun desconocida y con pocas probabilidades de ser aprobada en el Congreso.
- Ante la grave crisis fiscal y los problemas de caja, el Ministerio de Hacienda no sólo elevó las colocaciones de deuda en 2025, sino que está realizando operaciones de tesorería por un monto históricamente alto.
- En particular, hay una operación que ha despertado más atención que las preocupantes cifras fiscales, en la que el gobierno adquiere un préstamo de corto plazo en francos suizos a una tasa de interés muy baja, para comprar TES y bonos globales con descuentos altos. En los próximos 12 meses, irá pagando el crédito mediante emisiones en euros y pesos, asumiendo mayores riesgos de refinanciación y de mercado que estarían acotados dada la magnitud del diferencial de tasas (*carry trade*) de la operación.
- La estrategia está afectando la formación de precios e impulsando valorizaciones en los mercados locales, las cuales contrastan con el deterioro de las finanzas públicas. La “anestesia” continuará mientras el Ministerio mantenga la demanda de TES y la oferta de dólares, pero el mercado eventualmente incorporará los crecientes riesgos fiscales.
- Más allá de los riesgos financieros, inherentes a cualquier estrategia de financiamiento, nos preocupa que la operación está viabilizando aumentos adicionales en el gasto público, especialmente tras la suspensión de la Regla Fiscal para las vigencias 2025 a 2027.
- De hecho, la reserva estratégica de liquidez de \$20 billones que anunció el Ministerio de Hacienda como parte de la operación, se conformará mediante emisiones adicionales de deuda (subastas) y se destinará a prefinanciar el gasto de 2026, acaparando el ahorro en la economía por parte del sector público (*crowding out*).
- Los economistas solemos decir que “no hay almuerzo gratis” para advertir que, tarde o temprano, los excesos de gasto tendrán que ser asumidos. Esta operación parece distraer la atención de lo fundamental: el país debe realizar urgentemente ajustes estructurales al gasto y los ingresos tributarios para evitar que las finanzas públicas caigan al precipicio.

La crisis fiscal detrás de la operación

No es exagerado afirmar que Colombia está en medio de la crisis fiscal más grave de su historia. Aunque las causas son estructurales –desde la Constitución de 1991 el aumento del gasto público no ha estado acompañado de un incremento proporcional en los ingresos–, **el deterioro de las finanzas públicas se profundizó después de la pandemia y ha sido especialmente preocupante en los últimos dos años.**

12 de agosto de 2025

Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), la relación deuda neta / PIB sería de 61,3% este año y de 63% en 2026, acumulando un incremento cercano a 10 puntos porcentuales (p.p.) respecto a 2023. En un escenario inercial en el que no se realizan ajustes estructurales al gasto y los ingresos tributarios¹, la deuda tendrá una trayectoria explosiva que la puede llevar por encima del 100% en la próxima década (ver “Finanzas públicas: ¿al filo del precipicio?” en [Informe Semanal – Junio 22 de 2025](#)). Las rebajas en la calificación de la deuda de Colombia por parte de Standard & Poor’s y Moody’s a finales de junio, y la que muy probablemente realice Fitch en los próximos meses, evidencian que las finanzas públicas del país se encuentran en cuidados intensivos.

Aunque el país necesita urgentemente corregir el rumbo fiscal, las decisiones de la actual administración están yendo en la dirección opuesta. En el proyecto de Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2026 conocido hace pocos días, y apenas un mes después de haber presentado el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), el Ministerio de Hacienda modificó el plan financiero del próximo año: aumentó el gasto primario en \$18,2 billones (0,9% del PIB) y disminuyó el gasto de intereses en \$10 billones. Además, subió la meta de ingresos en \$8,2 billones, elevando el recaudo esperado por la Ley de Financiamiento y los ingresos por recursos de capital. De esta forma, aunque mantuvo el déficit fiscal en 6,2% del PIB, aumentó el déficit primario a 2,0%, desde el 1,4% proyectado hace un mes (Tabla 1).

Tabla 1. Balance fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2026

	Billones de pesos		% del PIB	
	MFMP jun-25	Plan financiero jul-25	MFMP jun-25	Plan financiero jul-25
Ingresos totales	350,7	358,8	18,3	18,6
Tributarios	321,7	328,1	16,8	17,0
Ley de financiamiento	19,6	26,3	1,0	1,3
No tributarios	1,4	1,4	0,1	0,1
Recursos de capital	22,5	24,3	1,2	1,3
Fondos especiales	5,1	5,1	0,3	0,3
Gastos totales	470,3	478,5	24,5	24,8
Primario	378,6	396,8	19,7	20,6
Intereses	91,7	81,7	4,8	4,2
Balance primario	-28,0	-38,0	-1,4	-2,0
Balance total	-119,6	-119,6	-6,2	-6,2

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por su parte, el Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) dio un concepto desfavorable al cambio en el plan fiscal de 2026², advirtiendo que **“el cambio en el escenario fiscal aumenta la dificultad de cumplir con la meta de déficit primario de 2027 y de retomar la Regla Fiscal paramétrica de 2028 en adelante”**, de manera que entre 2026 y 2027 el déficit primario tendría que disminuir en 1,7 p.p., frente al 1,1 p.p. que preveía el MFMP. Un ajuste de esta magnitud es poco probable, por lo que las alternativas serían extender la suspensión de la Regla Fiscal

¹ Según el Capítulo 0 del Marco Fiscal de Mediano Plazo, estos ajustes deben ser de 2 puntos del PIB para 2027 y de 3,7 puntos del PIB, en promedio, entre 2028 y 2036.

² Comunicado No. 19 del CARF, julio 30 de 2025

12 de agosto de 2025

más allá de 2027 o modificar sus parámetros para permitir un ajuste más gradual a partir de 2028. Ambos escenarios debilitarían aún más la confianza en la institucionalidad fiscal.

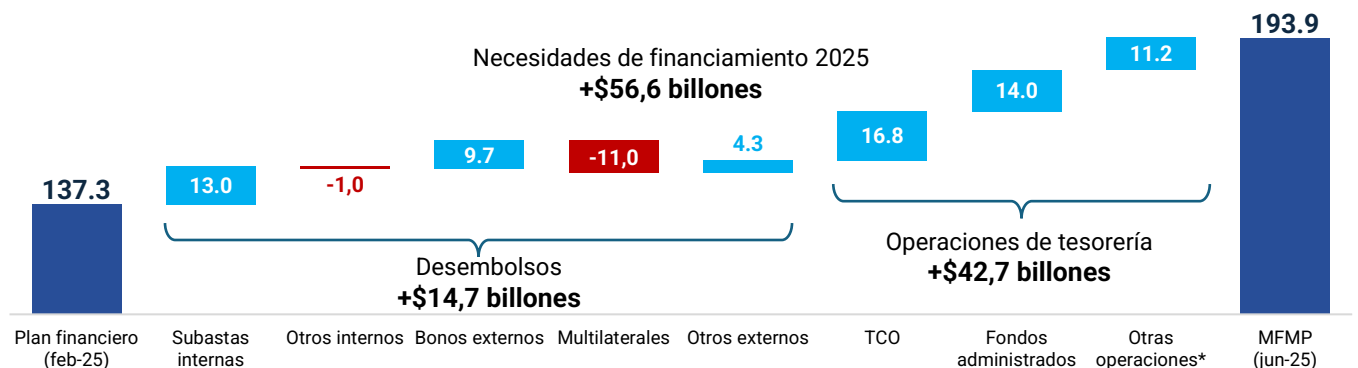
Para 2025 y 2026, estimamos que los desbalances fiscales serán más altos de lo que muestran las cifras oficiales. Al igual que en 2024, este año tampoco se cumpliría la meta de recaudo tributario, mientras que las rigideces del gasto y la falta de austeridad llevarían el déficit fiscal a por lo menos 7,5% del PIB en 2025. Para 2026, el escenario más probable es que el Congreso no apruebe la Ley de Financiamiento y que el monto propuesto del PGN sufra pocos cambios, por lo cual estimamos un déficit de 7,7% del PIB. **De esta forma, las necesidades adicionales de financiamiento serían de al menos \$10 billones en 2025 y \$30 billones en 2026.**

Aumento en necesidades de financiamiento motiva el uso de fuentes “no convencionales”

La gravedad de la crisis fiscal y los problemas de caja del gobierno llevaron a que el Ministerio de Hacienda, en cabeza de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DCPTN), recurriera a una estrategia compleja y ambiciosa que ha despertado incluso más atención que el preocupante panorama fiscal descrito previamente. Basados en la conversación que tuvimos hace algunas semanas con el director de la DCPTN, Javier Cuéllar, y en la información que se ha seguido conociendo, a continuación, explicamos nuestra lectura de la operación y de sus implicaciones para el mercado de deuda pública.

Para empezar, es importante dar contexto sobre la magnitud del problema: en el MFMP, el gobierno anunció que sus necesidades de financiamiento de 2025 superarían en \$56,6 billones (3,1% del PIB) las que había presentado inicialmente, un monto equivalente a tres reformas tributarias. Dentro de las fuentes adicionales, **tan solo la cuarta parte (\$14,7 billones) son desembolsos –emisión de títulos de deuda, principalmente con subastas internas–, mientras que el 75% (\$42,7 billones) son operaciones de tesorería (Gráfico 1).**

Gráfico 1. Cambio en las fuentes de financiación de 2025 (billones de pesos)



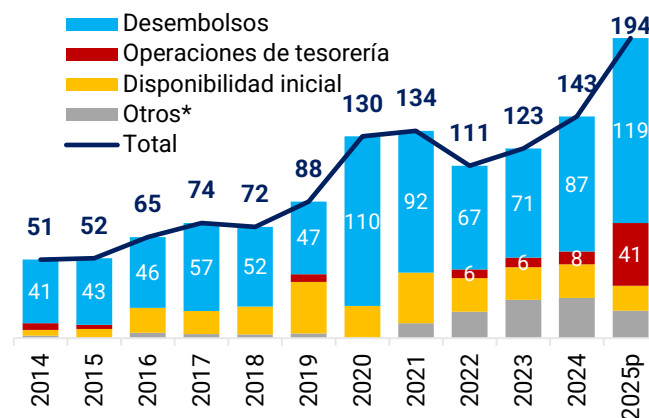
* Repos, simultáneas, préstamos de corto plazo. Se incluyen ajustes por causación por -\$836 mil millones.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

12 de agosto de 2025

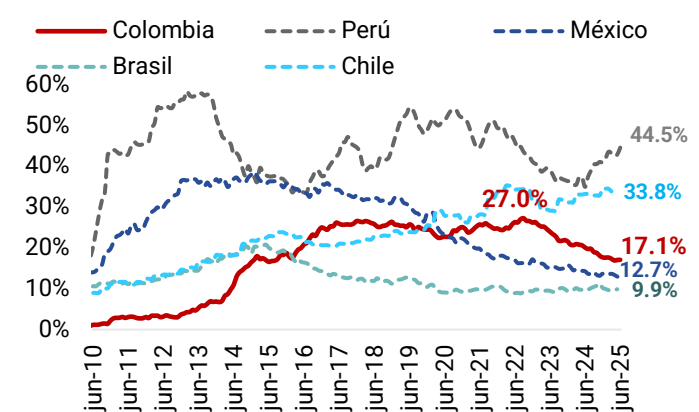
De esta forma, las operaciones de tesorería representarán el 21% de las fuentes de financiamiento de 2025, casi siete veces el promedio de los últimos 10 años (Gráfico 2). Es evidente la dificultad del gobierno para financiarse mediante mecanismos convencionales, en un contexto en el que: i) la capacidad de los inversionistas locales –fondos de pensiones, aseguradoras, bancos comerciales– para absorber una mayor oferta de TES parece estar cerca del límite; y ii) los inversionistas extranjeros (*offshore*) no están demandando bonos de deuda de Colombia al mismo ritmo que aumenta la oferta, llevando a que su participación en las tenencias de TES haya caído más de 10 p.p. en los últimos tres años, mucho más que en otros países de LatAm (Gráfico 3). Antes de la publicación del MFMP habíamos advertido que para atraer a estos inversionistas y que el mercado pudiera absorber la mayor oferta de títulos, las tasas de los TES tendrían que subir más, especialmente en la parte larga de la curva (ver “Sin offshore no hay paraíso” en [Informe de Renta Fija – Marzo 28 de 2025](#)).

Gráfico 2. Fuentes de financiación del GNC 2014-2025 (billones de pesos)



*Utilidades BanRep, ajustes por causación, deuda flotante y otros.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 3. Participación de fondos extranjeros en el mercado de deuda local en países de LAC5

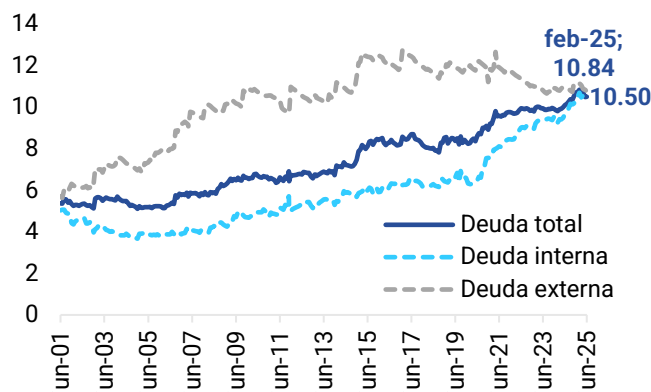


Fuente: Bancos Centrales y Oficinas de Relación con el Inversionistas de cada país. Cálculos: Corficolombiana

Bajo este contexto, la estrategia de financiamiento cambió tras la llegada de Javier Cuellar a la DCPTN: la prioridad es reducir el costo de la deuda, y no extender su vida media, como sucedía antes. Cabe recordar que, a comienzos de 2024, el Ministerio de Hacienda se enfocó en aumentar el perfil de vencimientos de la deuda, especialmente interna, llevando la vida media de 9,8 años en ese entonces a un máximo histórico de 10,8 años en febrero pasado (Gráfico 4). Esta política redujo el monto de vencimientos de deuda a corto plazo, pero aumentó la presión sobre las tasas de los títulos de la parte larga, al punto que justo antes de la publicación del MFMP el empinamiento de la curva de los TES cero-cupón entre 2 y 10 años se ubicaba en 374 pbs, uno de sus niveles más altos históricos (Gráfico 5).

12 de agosto de 2025

Gráfico 4. Vida media de la deuda (años)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico 5. Diferencial de las tasas de los TES cero-cupón entre 10 y 2 años



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

La operación de carry trade que lidera el Ministerio de Hacienda

Dentro de las operaciones de tesorería de 2025, hay una en particular en la que el gobierno consigue liquidez de corto plazo en moneda extranjera a una tasa de interés baja, y la usa para gestionar las curvas de deuda tanto en pesos como en dólares. Durante la operación, aumenta la demanda del Ministerio de Hacienda por bonos de deuda de Colombia, afectando la formación de precios. Dado que la gestión de deuda implica monetizar parte de la liquidez en moneda extranjera para comprar TES en el mercado local, también aumenta la oferta de dólares en la economía y contribuye a apreciar el tipo de cambio USDCOP.

En particular, se trata de una operación de *carry trade* en la que el gobierno adquiere una deuda en francos suizos a un año, con una tasa de interés de entre 1,0% y 1,5%, para comprar TES (tasa cercana al 12% en pesos), bonos globales (tasa entre 7% y 8% en dólares) y bonos del Tesoro estadounidense (cerca del 4% en dólares). **Inicialmente, el objetivo era conformar una reserva estratégica de liquidez de \$20 billones para aliviar los problemas de caja del gobierno, pero las declaraciones recientes de Javier Cuéllar dejan claro que es una operación de manejo de deuda que ocurrirá durante los 12 meses de vigencia del TRS (ver Diagrama 1):**

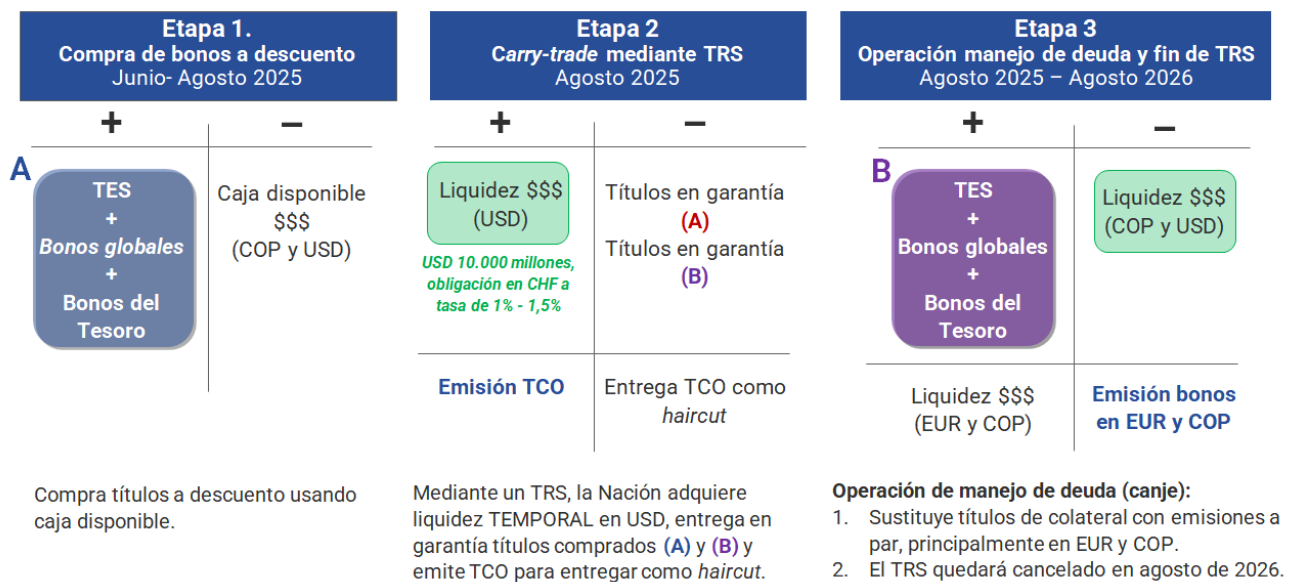
- Etapla 1. Compra de títulos con descuento:** desde mediados de junio, la DCPTN ha venido comprando bonos del Tesoro americano, así como TES y bonos globales con un descuento mayor a 30%, es decir, títulos que se negocian a tasas de interés muy superiores a sus cupones. A finales de julio, el Ministerio confirmó que realizó la operación de manejo de deuda interna más grande de la historia con sus fondos administrados, por cerca de \$21 billones. Además, la semana pasada publicó su intención de recomprar títulos en dólares con vencimientos entre 2030 y 2061, por un máximo de 2.000 millones de dólares.
- Etapla 2. Operación de carry trade:** mediante un *Total Return Swap (TRS)* a un año con bancos internacionales, el gobierno adquiere un crédito en francos suizos, a una tasa de interés de entre 1,0% y 1,5% por un monto equivalente a 10.000 millones de dólares. A

12 de agosto de 2025

cambio, el Ministerio de Hacienda entrega en garantía los títulos que ha comprado y, además, emite TCOs para cubrir el *haircut* (descuento que se aplica a los títulos entregados como garantía en el TRS). Durante las últimas dos semanas, el Ministerio ha ido emitiendo títulos de corto plazo con vencimiento en junio de 2026 para garantizar esta operación. Nuestros cálculos apuntan a que el Ministerio ya habría puesto en garantía cerca de \$5,4 billones de estos TCOs.

- iii) **Etapas 3. Operación de manejo de deuda (canje) y cancelación del TRS:** con la liquidez en dólares, la DCPTN comprará más TES –lo que implicará monetizar parte de los recursos– y bonos globales a descuento, los cuales entregará como garantía. Durante los 12 meses que dure el TRS, la Nación irá emitiendo bonos a la par, principalmente en euros y pesos colombianos, e irá pagando el TRS. El “canje” concluirá cuando haya cancelado todos los títulos entregados como colateral, lo cual debe suceder máximo en agosto de 2026.

Diagrama 1. Etapas de la operación de tesorería



Elaboración propia. TRS: Total Return Swap; CHF: Franco suizo; EUR: Euro; TCO: títulos de deuda pública a un año.

Estas estrategias son comunes entre los fondos de cobertura (*Hedge Funds*), quienes bajo determinadas políticas de inversión y tolerancia al riesgo, adoptan posiciones especulativas para sacar ventaja de condiciones transitorias en el mercado. Sin embargo, **algunos países emergentes han realizado operaciones de este tipo en los últimos meses, presionados por los altos costos financieros y las necesidades de caja**³. En particular, sus gobiernos están acudiendo directamente a bancos comerciales para obtener liquidez de corto plazo en monedas fuertes y, con estos recursos, gestionar su deuda, asumiendo mayores riesgos en el largo plazo. En lo corrido de 2025, los préstamos en estas monedas ascienden a 450.000 millones de dólares, aumentando en 27% frente al año anterior⁴.

³ En los últimos 10 meses, Panamá obtuvo préstamos de 6.000 millones de dólares denominados en euros y francos suizos; en enero, Angola emitió bonos para usar como garantía en un préstamo de 1.000 millones de dólares; Brasil e Indonesia emitieron bonos de corto plazo en monedas distintas al dólar; mientras que Ecuador, El Salvador y Gabón recompraron bonos mediante un crédito con banca de desarrollo.

⁴ Ver “[Wall Street’s Big Loans to Emerging Markets Spark Risk Worries](#)” (Bloomberg, Julio 30 de 2025).

12 de agosto de 2025

En el caso de Colombia, la operación generará ganancias (pérdidas) para la Nación si los TES, los bonos globales o los bonos del Tesoro entregados como colateral del TRS se valorizan (desvalorizan), y/o el peso colombiano se aprecia (deprecia) respecto al franco suizo. La estrategia implica, por lo tanto, un mayor riesgo de tasa de cambio y de refinanciación. Bajo las condiciones actuales, estos riesgos parecen acotados: i) el *carry trade* es tan alto (aproximadamente 10 p.p.) que podría absorber una depreciación del peso colombiano de 25% - 30%, como las registradas durante el choque de bajos precios del petróleo en 2015-2016 y la pandemia en 2020; y ii) en un escenario adverso, es improbable que el país pierda el acceso a los mercados de deuda e incumpla el pago del TRS, y lo más factible sería que deba financiarse a tasas de interés más altas.

Sin embargo, **la alta incertidumbre global y el creciente deterioro de las finanzas públicas de Colombia podrían materializar los riesgos y activar un “llamado a margen”, en el cual el Ministerio de Hacienda tendría que cubrir la pérdida de valor del colateral con más títulos o directamente con caja.** Este fue precisamente el caso de Panamá: en febrero de este año, y en medio de fuertes presiones fiscales, el gobierno tomó préstamos bancarios de corto plazo en euros y francos suizos, usándolos como puente para gestionar un ajuste de su deuda. Sin embargo, la apreciación del euro frente al dólar tras los anuncios de aranceles de EE. UU. en abril, aumentaron el valor del préstamo y activaron un llamado a margen por un monto superior a 220 millones de dólares⁵.

Para Colombia, la ventaja de esta estrategia es, evidentemente, la baja tasa de interés del préstamo, que puede disminuir aún más ante los riesgos de deflación que enfrenta Suiza. Además, la operación es el primer paso hacia un objetivo clave de la gestión de Javier Cuéllar, que es reducir la concentración de la deuda pública externa en dólar estadounidense, actualmente cercana al 90%. Como explicamos antes, para pagar el TRS **el Ministerio de Hacienda realizará varias emisiones en euros durante los próximos 12 meses –posiblemente una este año y dos en el primer semestre de 2026–, lo que le permitirá empezar a construir una curva de bonos colombianos en esa moneda.** De acuerdo con la programación de fuentes y usos para 2025 y 2026, el endeudamiento externo superará los 7.500 millones de dólares, de los cuales aproximadamente dos terceras partes estaría denominados en euros.

Una de las premisas de esta operación es que el riesgo de depreciación del peso colombiano respecto al franco suizo –divisa en la que está denominada la obligación del gobierno– es menor que frente al dólar estadounidense; esto bajo la lógica de que entre mayor haya sido la depreciación del peso respecto a otra moneda, menor será su depreciación en el futuro. En efecto, el franco suizo ha sido la moneda de reserva más fortalecida respecto al dólar en los últimos 10 años, tendencia que se ha profundizado durante el segundo mandato de Donald Trump en EE. UU. Por su parte, la depreciación acumulada del peso colombiano en los últimos

⁵ El Ministerio de Finanzas de Panamá afirma que los préstamos han generado ahorros en intereses de 115 millones de dólares al año, y la gestión de la deuda ha permitido un ahorro adicional de 735 millones frente a lo presupuestado. Ver [“Wall Street’s Big Loans to Emerging Markets Spark Risk Worries”](#) (Bloomberg, Julio 30 de 2025).

12 de agosto de 2025

10 años ha sido mucho más alta frente al franco suizo (63,6%) que frente al euro (41,4%), la libra esterlina (15,9%), el yen japonés (13,6%) y el dólar estadounidense (36%) (Tablas 2 y 3).

Sin embargo, en un contexto global altamente incierto en donde el dólar y los bonos del Tesoro de EE. UU. han dejado de comportarse como activo refugio, la premisa en la que se basa la operación podría no cumplirse. De hecho, las expectativas para los próximos 12 meses indican que el peso colombiano podría apreciarse más frente al dólar que frente al franco suizo (Tabla 3). **Más allá del riesgo cambiario –el cual está presente en cualquier estrategia de financiamiento en moneda extranjera– consideramos que una emisión de bonos en euros resultaría menos compleja que la operación de carry trade descrita previamente.** Una emisión así se alinearía con el objetivo de diversificación de monedas que busca la DCPTN, aunque limitaría los efectos en el mercado que busca el Ministerio de Hacienda mediante las compras de bonos y la monetización asociada a su estrategia.

Tabla 2. Dólar estadounidense vs otras monedas

	Plazo	USDCHF	USDEUR	USDGBP	USDJPY	USDCOP
Histórico	t-10 años	-16,9%	-3,8%	17,3%	19,7%	36,0%
	t-5 años	-11,6%	2,1%	-1,1%	38,9%	8,9%
	t-2 años	-8,4%	-5,8%	-4,3%	1,7%	1,1%
	t-1 año	-6,1%	-4,8%	-2,5%	0,8%	1,2%
	t-3 meses	-2,9%	-2,6%	0,6%	1,8%	-1,9%
	t-1 mes	0,9%	0,9%	1,6%	0,2%	1,8%
Prospectivo	t+1 mes	2,7%	0,7%	-0,9%	-3,4%	-2,1%
	t+3 meses	0,8%	-0,8%	-2,2%	-3,3%	-1,8%
	t+1 año	-1,5%	-4,8%	-7,7%	-4,6%	-4,3%

Fuente: LSEG – Workspace. Proyecciones de JP Morgan, Bank of America y Goldman Sachs.

Cálculos Corficolombiana

Tabla 3. Peso colombiano frente a monedas de reserva

	Plazo	CHFCOP	EURCOP	GBPCOP	JPYCOP	USDCOP
Histórico	t-10 años	63,6%	41,4%	15,9%	13,6%	36,0%
	t-5 años	23,2%	6,7%	10,1%	-21,6%	8,9%
	t-2 años	10,3%	7,3%	5,7%	-0,6%	1,1%
	t-1 año	7,8%	6,4%	3,9%	0,4%	1,2%
	t-3 meses	1,1%	0,8%	-2,5%	-3,6%	-1,9%
	t-1 mes	0,9%	0,9%	0,1%	1,6%	1,8%
Prospectivo	t+1 mes	-4,7%	-2,8%	-1,2%	1,3%	-2,1%
	t+3 meses	-2,6%	-1,0%	0,4%	1,5%	-1,8%
	t+1 año	-2,8%	0,5%	3,7%	0,4%	-4,3%

Fuente: LSEG – Workspace. Proyecciones de JP Morgan, Bank of America y Goldman Sachs.

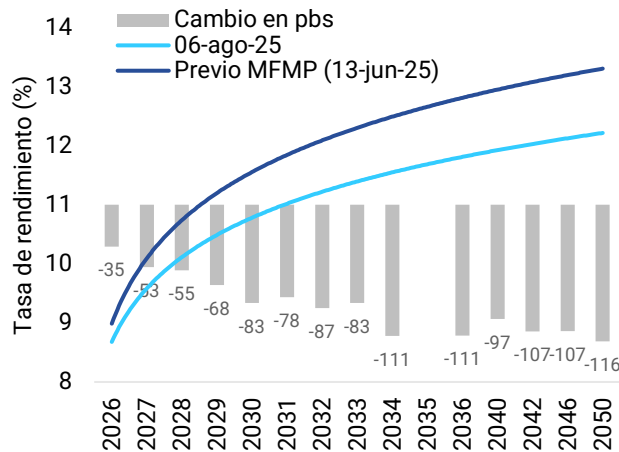
Cálculos Corficolombiana

12 de agosto de 2025

Efectos de la operación: ¿anestesia para la crisis fiscal?

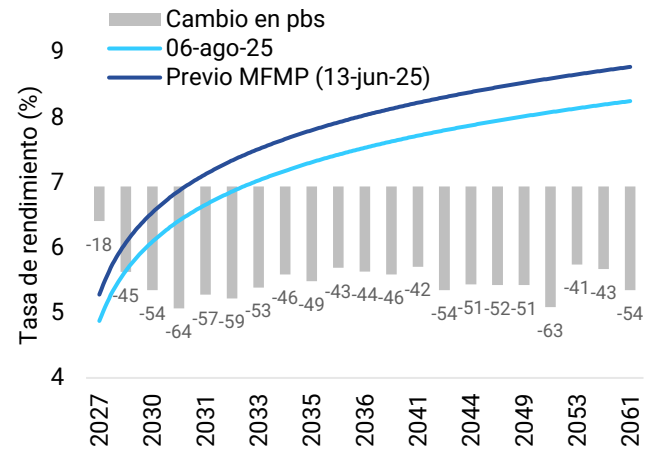
La expectativa generada por los anuncios del Ministerio de Hacienda y las compras de TES realizadas hasta el momento, han impulsado valorizaciones de los bonos de deuda del país y generado presiones a la baja sobre el tipo de cambio USDCOP. Desde que se comunicó la operación, a mediados de junio, y hasta la primera semana de agosto, la parte larga de la curva de rendimientos de los TES en tasa fija cayó, en promedio, 104 pbs, mientras que la de bonos globales disminuyó más de 49 pbs (Gráficos 6 y 7). Aunque han corregido al alza en las últimas semanas, **los costos de financiamiento del gobierno han disminuido gracias a la operación: las tasas de corte en las últimas subastas de TES fueron, en promedio, 31 pbs más bajas que antes de publicación del MFMP, generando un ahorro en el pago de intereses para la Nación, a pesar de las malas noticias fiscales**⁶.

Gráfico 6. Curva de TES tasa fija



Fuente: LSGE – Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 7. Curva de bonos globales



Fuente: LSGE – Workspace. Cálculos: Corficolombiana

La otra cara de la estrategia ha sido la venta de TES por parte de los inversionistas *offshore*, profundizando la caída en su participación en el mercado local (Gráfico 3). **En julio, mientras el Ministerio de Hacienda realizó compras netas de TES por \$10,5 billones, la más alta histórica, los fondos extranjeros registraron su mayor venta neta en un solo mes, por \$6,4 billones, cayendo al tercer lugar en el ranking de tenedores de TES**, por detrás de las Administradores de Fondos de Pensiones (AFP) y los bancos comerciales (ver [“Balance de tenedores de TES: el Ministerio compra y los extranjeros venden”](#) en este informe). Buena parte de las ventas de los agentes *offshore* respondió a las rebajas en la calificación del país por parte de S&P y Moody's⁷, pero es evidente que la operación del Ministerio de Hacienda les está

⁶ El ahorro de intereses para el próximo año en el proyecto de PGN 2026, por \$10 billones, luce muy optimista. Aunque las tasas de colocación de las subastas han bajado tras la publicación del MFMP, estimamos que tendrían que disminuir mucho más y permanecer bajas en los próximos meses y durante 2026 para materializar ese monto de ahorro en intereses.

⁷ Varios fondos de inversión que siguen índices de renta fija tuvieron que liquidar sus posiciones en TES, porque los títulos ahora incumplen el requisito de ser grado de inversión con al menos dos calificadoras (ver “Moody's” y Standard & Poor reducen la calificación crediticia de Colombia: no sorprende pero sí preocupa” en [Informe Especial – Junio 27 de 2025](#)).

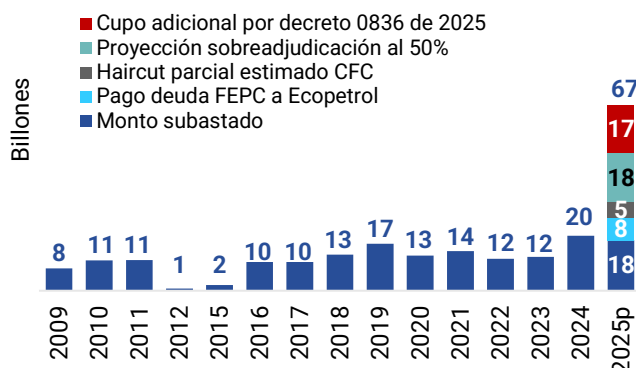
12 de agosto de 2025

facilitando liquidar sus posiciones, probablemente en los títulos de la parte larga de la curva que ha venido comprando la DCPTN.

Por su parte, la tasa de cambio USDCOP también ha reflejado los efectos de la estrategia de financiamiento, hasta ahora más por la expectativa de que el Ministerio de Hacienda monetice dólares que por una acción efectiva en ese sentido (ver “Dólar a \$4.000: ¿hasta cuándo?” en [Informe Semanal – Julio 13 de 2025](#)). Adicionalmente, anticipamos que la operación de manejo de deuda tendrá un efecto neutro sobre la liquidez en la economía, siempre y cuando el gobierno use todos los recursos de la monetización para comprar TES en el mercado secundario. Si, por el contrario, el Ministerio de Hacienda deja parte de los recursos en su cuenta del Banco de la República, la operación tendrá un efecto monetario contractivo. **Aunque la emisión de TCO asociada a la operación no debería presionar la liquidez, dado que se entregan como haircut del TRS y no entran al mercado, la oferta de estos títulos ha crecido significativamente este año y muestra que el gobierno enfrentará presiones de liquidez importantes el próximo año para refinanciarlos (Gráfico 8).**

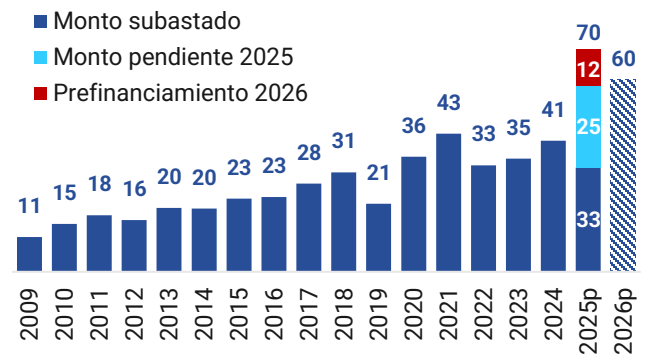
En conclusión, la estrategia de financiamiento del gobierno está afectando la formación de precios en el mercado de deuda pública y de tasa de cambio, impulsando una valorización de los activos colombianos que contrasta con el deterioro de las finanzas públicas. **La “anestesia” podría continuar mientras el Ministerio de Hacienda siga demandando títulos de deuda y aumentando la oferta de dólares, pero eventualmente los TES y la tasa de cambio terminarán incorporando los crecientes riesgos fiscales.** De hecho, los ajustes que propuso el gobierno en el proyecto de PGN 2026 van en contravía de la sostenibilidad fiscal. Más allá de los riesgos financieros –los cuales son inherentes a cualquier estrategia de financiamiento–, **nos preocupa que la operación está viabilizando, aumentos en el gasto público luego de la suspensión de la Regla Fiscal para las vigencias 2025 a 2027.**

Gráfico 8. Subastas de TCO (billones de pesos)⁸



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 9. Emisiones por subastas y sindicaciones de TES (billones de pesos)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

⁸Información con corte al 5 de agosto. Estimamos el haircut como la diferencia entre la emisión y el monto subastado. La proyección de la cláusula de sobre adjudicación tiene en cuenta un bid to cover mayor o igual a 2,5 veces. Decreto 0836 de 2025 del Ministerio de Hacienda ordena ampliar el cupo en \$10 billones de la emisión de títulos de Tesorería clase B -TES- para financiar operaciones temporales de tesorería, alcanzando una emisión hasta por \$67 billones en 2025.

12 de agosto de 2025

¿Y la reserva estratégica de liquidez?

El plan financiero de 2025 presentado en el MFMP incluyó, dentro de los usos, un déficit a financiar mayor en \$38,8 billones al que contemplaba el plan de comienzos de año, y además elevó en \$19,6 billones la disponibilidad final. Esta última incorporaba la conformación de una reserva estratégica de liquidez para aliviar las presiones de caja que enfrenta el gobierno desde hace varios meses. **Inicialmente, el Ministerio de Hacienda afirmó que la reserva se conformaría como parte de la operación de *carry-trade* y manejo de deuda. Sin embargo, de la explicación que hicimos previamente queda claro que esa operación es para gestionar la deuda, no para construir la reserva de liquidez.**

En efecto, Javier Cuéllar explicó recientemente que la reserva de liquidez se conformará a través de emisiones adicionales mediante subastas que tendrán lugar después de la primera semana de octubre, una vez se haya alcanzado el monto objetivo de colocaciones mediante subastas y sindicaciones para este año, por \$58 billones. **En otras palabras, la reserva de liquidez será para prefinanciar el gasto de 2026, con lo cual el gobierno está absorbiendo una mayor parte del ahorro disponible en la economía y restringiendo aun más el financiamiento del sector privado (*crowding out*).**

De mantenerse el ritmo reciente en las adjudicaciones por subastas internas y sindicaciones, estimamos que las colocaciones desde la segunda semana de octubre hasta la última de diciembre ascenderían a \$12 billones. Teniendo en cuenta que el saldo actual del gobierno en la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) es cercano a \$8 billones, el prefinanciamiento mediante subastas del último trimestre le permitirá al Ministerio de Hacienda tener aproximadamente \$20 billones como disponibilidad final.

Conclusión: “no hay almuerzo gratis”

La operación de *carry trade* y de manejo de deuda que está realizando el Ministerio de Hacienda es resultado de las dificultades que tiene el gobierno para financiarse mediante mecanismos convencionales, producto de una crisis en las finanzas públicas que se agravará este año y el próximo. Esta estrategia –utilizada recientemente por otros países emergentes que también enfrentan fuertes presiones fiscales– busca *arbitrar* el amplio diferencial de tasas de interés entre Colombia y Suiza, y reducir la tasa de interés de la deuda del gobierno, asumiendo mayores riesgos de refinanciación, de tasa de cambio y de tasa de interés. Dado que la operación implica la intervención activa del Ministerio de Hacienda demandando TES y bonos globales, y vendiendo dólares, los activos locales se han valorizado en las últimas semanas y podrían seguir haciéndolo próximamente, a pesar de las malas noticias fiscales y las rebajas en la calificación crediticia del país.

Estamos de acuerdo con la DCPTN en su objetivo de reducir los costos financieros de la Nación y diversificar sus fuentes de financiamiento. Sin embargo, consideramos que su estrategia está afectando peligrosamente la formación de precios y puede agravar la situación fiscal si, como todo indica, permite que el gobierno aumente más su excesivo gasto en 2025 y 2026. Ojalá los ahorros de intereses y deuda generados con esta ingeniosa

12 de agosto de 2025

operación sirvieran para aliviar la presión fiscal, en vez de aumentar el gasto primario. La estrategia le da tiempo al Ministerio de Hacienda para diseñar y presentar un plan creíble de ajuste fiscal que recupere la confianza en el manejo responsable de las finanzas públicas y reduzca, ahí sí de forma estructural, la prima de riesgo y las tasas de interés.

Los economistas solemos decir que “no hay almuerzo gratis” para advertir que los excesos de gasto tendrán que ser asumidos tarde o temprano. **Esta operación parece estar distrayendo la atención de lo fundamental: el país debe realizar urgentemente ajustes estructurales al gasto y los ingresos tributarios para evitar que las finanzas públicas caigan al precipicio.** De lo contrario, el ahorro en intereses será efímero y más pronto que tarde el país sufrirá las consecuencias a través de mayores costos financieros, depreciación cambiaria y reducciones en la inversión y el crecimiento económico.

12 de agosto de 2025

Balance de tenedores de TES: el Ministerio compra y los extranjeros venden

Felipe Espitia

Analista Senior de
Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

- El Ministerio de Hacienda fue el principal comprador de TES en julio, adquiriendo \$10,5 billones, su mayor compra neta en un solo mes. La fuerte demanda entre junio y julio obedece a la construcción de las garantías para la operación de manejo de deuda.
- En contraste, los fondos de capital extranjero realizaron la desacumulación mensual más alta de toda la historia, con una venta neta de \$6,4 billones, evidenciando que la estrategia del Ministerio de Hacienda les ha abierto una ventana de oportunidad para tomar utilidad.
- De los 10 mayores vendedores de TES extranjeros, estimamos que solo dos respondieron a la reducción de la calificación crediticia de Colombia, mientras que el resto habrían ejecutado una toma de utilidad sobre su portafolio de TES.
- En julio, los TES en tasa fija continuaron valorizándose, debido al interés demostrado por el Ministerio de Hacienda de recomprar títulos que tienen un descuento cercano al 30%. Adicionalmente, el Ministerio realizó cuatro nuevas emisiones de bonos, dos en tasa fija y dos en UVR.
- Durante el séptimo mes del año, los Tesoros americanos se desvalorizaron frente al cierre de junio, incorporando la aprobación del proyecto fiscal de Donald Trump "*Big Beautiful Bill*", las negociaciones de los aranceles recíprocos entre EE. UU. y sus socios, y un tono más *hawkish* de la Reserva Federal.
- En lo corrido de la primera semana de agosto, los Tesoros americanos han incorporado una menor fortaleza del mercado laboral en EE. UU, a pesar de las dudas que aún persisten sobre los posibles recortes de la Fed. En Colombia, continúan las valorizaciones impulsadas por el Ministerio de Hacienda, quien confirmó la recompra de bonos en moneda local y extranjera.

Hacienda abre una ventana de oportunidad para la salida de los extranjeros

En julio, el Ministerio de Hacienda fue el principal comprador de TES, adquiriendo \$10,5 billones y se ubica como la mayor compra de toda la historia en un mes de la cartera. Este fuerte apetito demuestra la alta demanda que ha venido ejecutando el Ministerio entre junio y julio, con el fin de constituir las garantías que requiere la operación de manejo de deuda, la cual ha tenido como objetivo los títulos con mayor descuento en la curva.

Por su parte, los bancos comerciales compraron \$8,8 billones y acumulan una posición neta de compras en 2025 por \$19,3 billones. La estrategia de estos tenedores ha llevado a que ostenten una participación del 17% sobre el total del stock de deuda pública, el nivel más alto desde mayo del 2020. Los mayores compradores del mes lo completan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), el Banco de la República y las compañías de capitalización, adquiriendo \$2,8, \$2,2 y \$1,7 billones, respectivamente (Tabla 4).

En contraste, la fiducia pública y los fondos de capital extranjero fueron los mayores vendedores del mes, vendiendo \$11,4 y \$6,4 billones, respectivamente. Con respecto a lo

12 de agosto de 2025

realizado por los fondos de capital extranjero, esta venta de TES representa la desacumulación mensual más alta de toda la historia, implicado que la estrategia que realiza el Ministerio de Hacienda les ha abierto una venta de oportunidad para tomar utilidad, ya que estructuralmente estos agentes han comprado títulos en momentos de alta incertidumbre. De esta manera, los fondos de capital extranjero tienen una participación del 15,8% del stock total de deuda interna, ubicándose como el tercer mayor tenedor de deuda, hecho que no ocurría desde 2016. Con este detalle, los extranjeros están consolidando una caída estructural sobre su participación en el mercado de deuda local, ya que llevan 34 meses consecutivos reduciendo su peso como tenedor de deuda colombiana desde el máximo histórico alcanzado en septiembre de 2022 del 27,2%.

Tabla 4. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – julio 2025

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Ministerio de Hacienda y CP	10,511	14,620	2.2%
Bancos comerciales	8,890	19,299	17.0%
Fondos de pensiones y cesantías	2,898	17,217	31.1%
Banco de la República	2,200	2,444	5.3%
Compañías de seguros y capitalización	1,786	11,501	12.2%
Instituciones oficiales especiales	1,671	5,331	4.0%
Carteras colectivas y fdos admn	1,118	5,819	2.7%
Corporaciones financieras	738	-1,013	0.6%
Compañías de financiamiento comercial	563	6,070	1.1%
Personas jurídicas	263	827	0.4%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	221	323	0.2%
Fondos de prima media	85	85	0.6%
Proveedores de infraestructura	74	450	0.3%
Personas naturales	37	159	0.1%
Entidades sin ánimo de lucro	27	235	0.1%
Otros fondos	5	14	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Entidades públicas	-10	-2,701	0.3%
Comisionistas de bolsa	-120	86	0.2%
Fondos de capital extranjero	-6,374	1,071	15.8%
Fiducia pública	-11,405	-4,840	6.0%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. YTD: año corrido

Dada la coyuntura, revisamos quiénes fueron los inversionistas extranjeros que más vendieron TES en julio. **En el top 10 están dos fondos de la firma Vanguard, los cuales siguen como benchmark para sus portafolios el índice Global Aggregate de Bloomberg que retiró a Colombia luego de la reducción en la calificación de riesgo soberano que se dio a finales de junio** (ver “Moody’s y Standard & Poor’s reducen la calificación crediticia de Colombia: no sorprende, pero sí preocupa” en [Informe Especial – Junio 27 de 2025](#)). **De los ocho fondos restantes, encontramos viejos conocidos que no necesariamente siguen este tipo de índice**

12 de agosto de 2025

de referencia para su estrategia de inversión. Por ejemplo, agentes como el Norges Bank, la autoridad de inversiones de Abu Dabi y el fondo de pensiones Caisse de Quebec redujeron su participación en TES por un monto de \$1,7 billones, \$744 mil y \$656 mil millones, manteniendo aún una posición en deuda colombiana por \$7,9, \$1,8 y \$4,5 billones de pesos (Tabla 5). Por último, en este balance encontramos que, sin lugar a duda, el Ministerio fue quien dio paso para que se diera esta oportunidad de venta de los fondos de capital extranjero. Esto lo podemos contrastar con que **los títulos con mayores ventas, en julio, fueron los TES con vencimiento en 2028, 2042 y 2050, mientras que los TES con mayor flujo de compra fueron los bonos con vencimiento en 2033 y 2025, en línea con las operaciones de manejo que adelantó el Ministerio con el mercado local (Tabla 6).**

Tabla 5. Top 10 de mayores vendedores extranjeros mensual, julio 2025. Cifras en miles de millones

Fondo extranjero	Total de posición en TES (jul-25)	Ventas netas jul-25
Vanguard total international bond II index fund	0	-1,748
Norges Bank	7,918	-1,712
Vanguard total international bond index fund	0	-1,423
Autoridad de inversiones en Abu Dabi	1,796	-744
Cip as trustee for Bothwell Emerging Market D	729	-678
Caisse de depot et placement du Quebec	4,496	-656
Autoridad de inversiones en Kuwait	0	-615
Blackrock strategic income opportunities port	705	-549
Emso agave fund spc - Emso crocus long only f	365	-283
Ministerio de finanzas y estrategia	31	-242

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

Tabla 6. Saldo y cambio en la tenencia de TES del total de extranjeros, según perfil de vencimiento. Cifras en miles de millones

Vencimiento	Saldo en jun-25 (1)	Saldo en jul-25 (2)	(2) - (1)
2028	10,289	8,169	-2,120
2042	13,015	11,296	-1,718
2050	11,530	9,963	-1,567
2026	2,537	1,585	-952
2046	4,776	4,113	-663
2036	9,457	8,811	-645
2027	2,965	2,507	-457
2030	7,407	6,969	-438
2031	10,466	10,314	-153
2029	4,644	4,503	-141
2040	1,069	965	-104
2034	10,438	10,375	-63
2035	1,737	1,724	-13
2037	997	984	-13
2049	112	114	1
2055	25	27	2
2032	6,696	6,722	26
2041	132	172	41
2025	165	437	272
2033	11,197	12,103	906

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

12 de agosto de 2025

TES continúan influenciados por la operación del Ministerio de Hacienda

En julio, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija continuó valorizándose, ante la expectativa de una mayor demanda por estos títulos por parte del Ministerio de Hacienda, el cual ha ido gestionando la curva para seguir adelantado su operación de manejo de deuda (ver [Operación de manejo de deuda: ¿anestesia y agravante para la crisis fiscal?](#) en este informe). Esta demanda se ha hecho evidente con las compras netas realizadas por esta cartera durante junio y julio por un monto de \$3,8 y \$10,5 billones, respectivamente. Adicionalmente a esta gestión de deuda que se adelanta, durante el séptimo mes del año, el Ministerio realizó cuatro nuevas emisiones de títulos de deuda, dos en tasa fija con vencimiento en 2035 y 2058, y las dos restantes en UVR con vencimiento en 2031 y 2062.

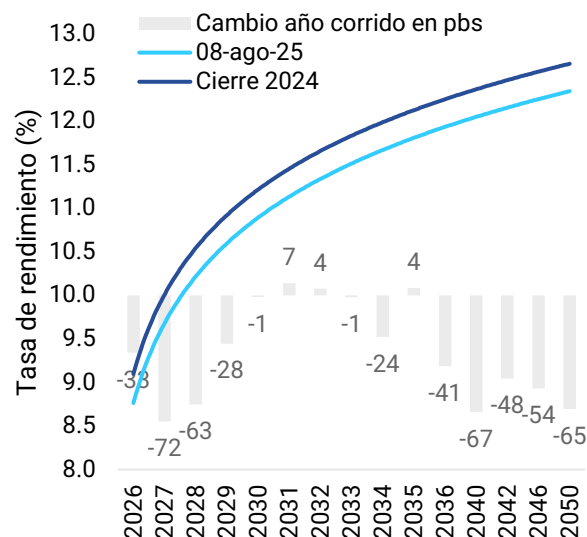
Durante julio, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se valorizó, en promedio, 42 pbs, percibiendo las mayores caídas en tasas los títulos con vencimiento en 2026 y 2046, los cuales han sido objetivo para el Ministerio tanto en las operaciones de canje que realiza con el mercado y la operación que se encuentra adelantando luego de la presentación del MFMP (Gráfico 10). En contraste, la curva de rendimientos de los TES en UVR se ha desvalorizado, en promedio, 15 pbs (Gráfico 11).

Para la primera semana de agosto, la curva de rendimientos de los TES se ha aplanado, es decir, la parte corta de la curva se ha desvalorizado, y los tramos medio y largo se han valorizado. Este comportamiento puede estar asociado a la última decisión de política monetaria del Banco de la República, en la cual se ha reducido el espacio de recorte que pudiese realizar el banco central este año, dada la alta incertidumbre fiscal que persiste en el país y la lenta desaceleración de la inflación. Por su parte, la parte media y larga de la curva pudo estar influenciada por la oferta de recompra de bonos globales, que fue satisfactoria al recomprar cerca de \$2.958 millones de dólares en bonos con vencimiento en 2042, 2045, 2049, 2051 y 2061.

Finalmente, el empinamiento de la curva ha perdido tracción, debido a la influencia del Ministerio de Hacienda en la curva. Al cierre de la primera semana de agosto, el diferencial entre las tasas de los TES cero cupón en tasa fija a 2 y 10 años finalizó en 280 pbs, luego de haber alcanzado un máximo reciente de 314 pbs (Gráfico 12).

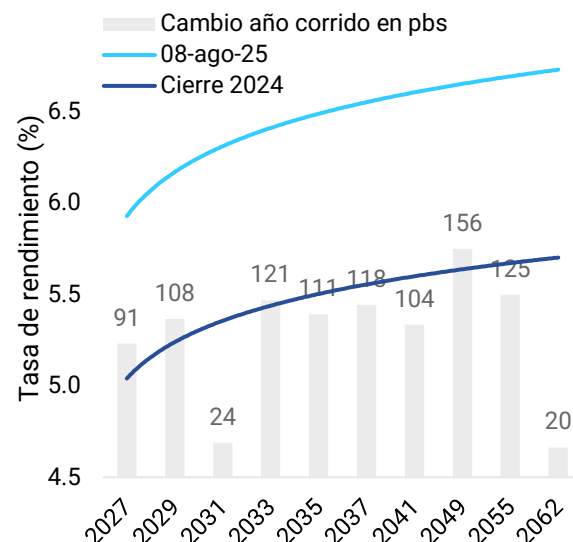
12 de agosto de 2025

Gráfico 10. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



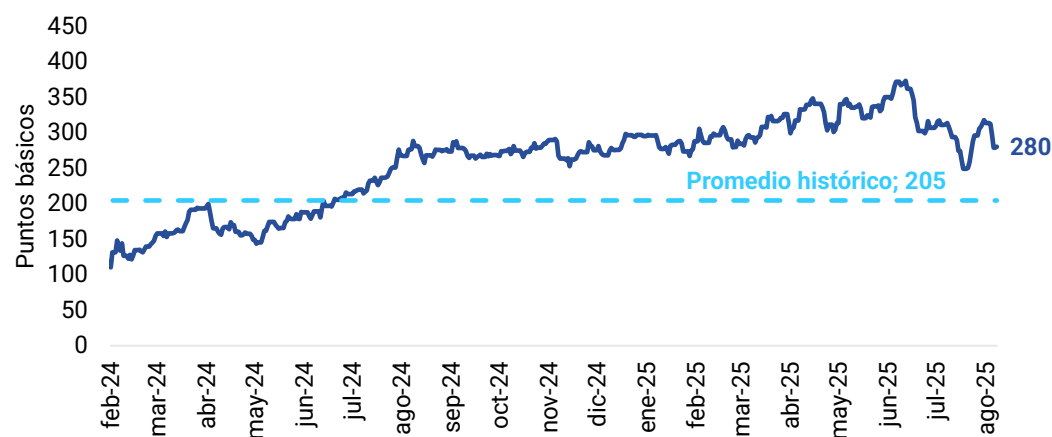
Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 12. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES tasa fija cero cupón (2 - 10 años)



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

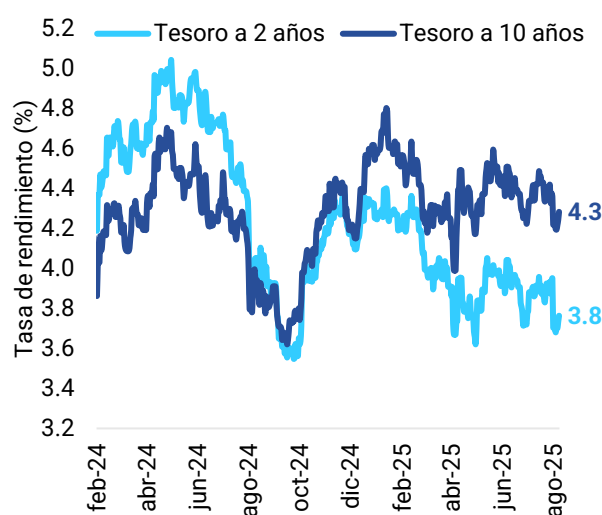
12 de agosto de 2025

Tesoros suben como espuma y bajan como plomo

Durante julio, los Tesoros estadounidenses presentaron un aumento en sus tasas de rendimiento, debido al giro que se dio en torno a las negociaciones de los aranceles recíprocos entre Estados Unidos y sus socios comerciales y la aprobación del proyecto fiscal de Donald Trump, denominado “*Big Beautiful Bill*”, el cual incrementaría tanto el déficit fiscal como la deuda pública de Estados Unidos. Adicionalmente, la inflación de junio se ubicó por encima de lo esperado el mercado (ver “Contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – Julio 21 de 2025](#)) y la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos terminó el mes con un tono más *hawkish* de lo esperado. En conjunto, la curva de rendimientos de los Tesoros presentó una desvalorización promedio de 16 puntos básicos (pbs) en julio frente al cierre del mes inmediatamente anterior.

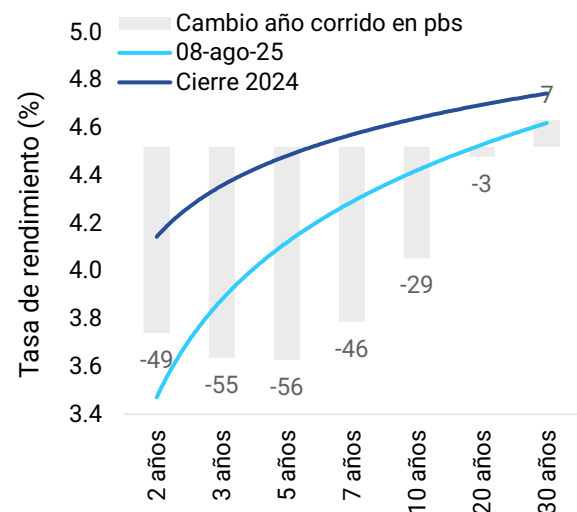
Para la primera semana de agosto, el mercado de deuda americano ha empezado a revertir el aumento de las tasas de rendimiento de los Tesoros percibido en julio. Los resultados del mercado laboral de julio, que señalaron un enfriamiento de la solidez que se venía percibiendo a lo largo del año, y un aumento en la probabilidad de recorte de la tasa que fija la Fed para la próxima reunión del 18 de septiembre han causado una valorización de los Tesoros americanos. Durante esta primera semana, la reducción en las tasas de rendimiento ha sido, en promedio, de 11 pbs, concentrada en la parte corta de la curva (Gráfico 14).

Gráfico 13. Tesoros americanos a 2 y 10 años



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 14. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

12 de agosto de 2025

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Nicolás Cruz

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Juan Andrés Novoa

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

juan.novoa@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Análisis Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

daniel.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

cristhian.osorio@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Dino Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

dino.cordoba@corfi.com

Luisa Ovalle

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

luisa.ovalle@corfi.com

12 de agosto de 2025

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.