



Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija Septiembre 2025

*Operación de Manejo de Deuda:
del diseño a la realidad*



Operación de Manejo de Deuda: del diseño a la realidad

Informe Renta fija

EDITORIAL: OPERACIÓN DE MANEJO DE DEUDA: DEL LA FED RECORTA SU TASA Y LOS TES DISEÑO A LA REALIDAD (PÁG 3) CAPITALIZAN EL IMPULSO (PÁG 10)

- En este informe analizamos el avance de la Operación de Manejo de Deuda (OMD) estructurada por la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional (DCPTN). A través de un *Total Return Swap* (TRS), el gobierno obtuvo un préstamo a un año en francos suizos por un monto equivalente a USD \$9.300 millones y una tasa de interés de 1,5%, para lo cual entregó como colateral una canasta compuesta por TCOs, TES, bonos globales (*yankees*) y Tesoros americanos.
- La operación empezó a ejecutarse hace tres meses, tendrá vencimiento en julio de 2026 y se ha dado por etapas, en línea con lo que advertimos en su momento (ver “Operación de manejo de deuda: ¿Anestesia y agravante para la crisis fiscal?” en [Informe Renta Fija – Agosto 12 de 2025](#)).
- En la primera etapa, el Ministerio dispuso de su caja disponible para armar un portafolio de TES y recomprar bonos globales (*yankees*), y además realizó cinco OMD con el esquema de creadores de mercado, la Tesorería Nacional y los fondos administrados, con el fin de reducir el costo de financiamiento de la Nación, la vida media de la deuda y el saldo de la deuda pública.
- Posteriormente, a comienzos de septiembre, el gobierno firmó un TRS con seis bancos internacionales, los cuales: i) desembolsaron USD \$4.600 millones para comprar bonos globales con vencimiento entre 2027 y 2061 por un valor nominal de USD \$5.400 millones, lo cual reducirá la deuda pública en USD \$800 millones cuando el TRS sea cancelado; ii) compraron USD \$2.300 millones en Tesoros americanos.
- Por su parte, el Ministerio de Hacienda entregará USD \$3.100 millones (alrededor de \$12 billones) en TES para terminar de conformar el colateral de toda esta operación y emitió \$21,6 billones de TCOs para entregar como *haircut* del TRS. Estos títulos no pasaron por el mercado primario y su propósito fue servir de soporte a la transacción.
- La estrategia ha afectado directamente la formación de precios en el mercado de deuda, conteniendo la curva de TES por debajo de 12% y la curva de *yankees* por debajo de 7%, y comprimiendo el spread del bono colombiano a 10 años en dólares frente al Tesoro a 10 años desde 425 en abril hasta 260 pbs actualmente.
- Además, la operación está permitiendo un ahorro en intereses y una reducción de la deuda pública. Es innegable que la gestión de la DCPTN ha sido exitosa en contrarrestar parcialmente los efectos negativos de la crisis fiscal sobre los activos colombianos.
- Ojalá los ahorros en intereses y los alivios en la deuda pública que está logrando la DCPTN los aprovechara el gobierno nacional para adoptar medidas de responsabilidad fiscal. Desafortunadamente, el Ministerio de Hacienda optó por trasladar el ahorro en intereses a mayor gasto primario, manteniendo la presión sobre el déficit fiscal y el endeudamiento.
- Más que los riesgos financieros de esta operación (depreciación del peso frente al franco suizo, riesgo de refinanciación en 2026), lo que nos preocupa es que está desviando la atención de lo fundamental: la necesidad de un ajuste fiscal estructural. En paralelo a los anuncios del avance de la estrategia, el Ministerio de Hacienda aumentó en \$19 billones la colocación de TES de 2025, confirmando que sus necesidades de financiamiento siguen creciendo –más gasto público y déficit a financiar en 2025– mientras acaparan los recursos para la financiación del sector privado (*crowding out*).
- La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) recortó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de referencia, llevándola al rango 4,00%-4,25%, en respuesta al enfriamiento del mercado laboral y dejó mensajes importantes.
- Los Tesoros americanos a 2 y 10 años se movieron en rangos de 3,46%-3,66% y 4,01%-4,27%, respectivamente. El Tesoro a 2 años se negoció en el punto más bajo de los últimos 20 meses, mientras que el Tesoro a 10 años registró el segundo punto más bajo del año.
- La curva de rendimientos de los títulos de deuda soberana de EE. UU. se valorizó en promedio seis pbs en septiembre frente al cierre de agosto, presentando las mayores reducciones en el tramo largo de la curva (20 y 30 años).
- El mercado de deuda pública en Colombia capitalizó el entorno favorable generado por las valorizaciones de los Tesoros americanos en septiembre y la ejecución de la operación de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda.
- Las tasas de la curva de los TES en tasa fija cerraron septiembre con una reducción promedio de 16 pbs, concentrándose el rally en el tramo largo de la curva. Por su parte, los *yankees* se valorizaron 26 pbs en promedio, impulsados por las recompras de los seis bancos internacionales y por la reducción global en las tasas de los bonos soberanos.
- Prospectivamente, para lo que resta de 2025, esperamos que las tasas de los TES en tasa fija estén contenidas por debajo del 12%, teniendo en cuenta que habría una menor influencia de parte del Ministerio de Hacienda por toda la operación de manejo de deuda – TRS.
- En septiembre, en el desarrollo del TRS, los fondos de capital extranjero compraron \$31,3 billones de TES, siendo la compra más alta de toda la historia y recuperando la segunda posición como mayores tenedores de TES con una participación del 20% del stock total de deuda interna.
- En contraste, los principales vendedores fueron los bancos comerciales y el Ministerio de Hacienda, vendiendo \$11,8 y \$2,3 billones, respectivamente.

14 de octubre de 2025

Operación de Manejo de Deuda: del diseño a la realidad

Felipe Espitia

 Analista Senior Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

Julio Romero A.

 Economista Jefe
julio.romero@corfi.com

- En este informe analizamos el avance de la Operación de Manejo de Deuda (OMD) estructurada por la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional (DCPTN). A través de un *Total Return Swap* (TRS), el gobierno obtuvo un préstamo a un año en francos suizos por un monto equivalente a USD \$9.300 millones y una tasa de interés de 1,5%, para lo cual entregó como colateral una canasta compuesta por TCOs, TES, bonos globales (*yankees*) y Tesoros americanos.
- La operación empezó a ejecutarse hace tres meses, tendrá vencimiento en julio de 2026 y se ha dado por etapas, en línea con lo que advertimos en su momento (ver “Operación de manejo de deuda: ¿Anestesia y agravante para la crisis fiscal?” en [Informe Renta Fija – Agosto 12 de 2025](#)).
- En la primera etapa, el Ministerio dispuso de su caja disponible para armar un portafolio de TES y recomprar bonos globales (*yankees*), y además realizó cinco OMD con el esquema de creadores de mercado, la Tesorería Nacional y los fondos administrados, con el fin de reducir el costo de financiamiento de la Nación, la vida media de la deuda y el saldo de la deuda pública.
- Posteriormente, a comienzos de septiembre, el gobierno firmó un TRS con seis bancos internacionales, los cuales: i) desembolsaron USD \$4.600 millones para comprar bonos globales con vencimiento entre 2027 y 2061 por un valor nominal de USD \$5.400 millones, lo cual reducirá la deuda pública en USD \$800 millones cuando el TRS sea cancelado; ii) compraron USD \$2.300 millones en Tesoros americanos.
- Por su parte, el Ministerio de Hacienda entregará USD \$3.100 millones (alrededor de \$12 billones) en TES para terminar de conformar el colateral de toda esta operación y emitió \$21,6 billones de TCOs para entregar como *haircut* del TRS. Estos títulos no pasaron por el mercado primario y su propósito fue servir de soporte a la transacción.
- La estrategia ha afectado directamente la formación de precios en el mercado de deuda, conteniendo la curva de TES por debajo de 12% y la curva de yankees por debajo de 7%, y comprimiendo el spread del bono colombiano a 10 años en dólares frente al Tesoro a 10 años desde 425 en abril hasta 260 pbs actualmente.
- Además, la operación está permitiendo un ahorro en intereses y una reducción de la deuda pública. Es innegable que la gestión de la DCPTN ha sido exitosa en contrarrestar parcialmente los efectos negativos de la crisis fiscal sobre los activos colombianos.
- Ojalá los ahorros en intereses y los alivios en la deuda pública que está logrando la DCPTN los aprovechara el gobierno nacional para adoptar medidas de responsabilidad fiscal. Desafortunadamente, el Ministerio de Hacienda optó por trasladar el ahorro en intereses a mayor gasto primario, manteniendo la presión sobre el déficit fiscal y el endeudamiento.
- Más que los riesgos financieros de esta operación (depreciación del peso frente al franco suizo, riesgo de refinanciación en 2026), lo que nos preocupa es que está desviando la atención de lo fundamental: la necesidad de un ajuste fiscal estructural. En paralelo a los anuncios del avance de la estrategia, el Ministerio de Hacienda aumentó en \$19 billones la colocación de TES de 2025, confirmando que sus necesidades de financiamiento siguen creciendo –más gasto público y déficit a financiar en 2025– mientras acaparan los recursos para la financiación del sector privado (*crowding out*).

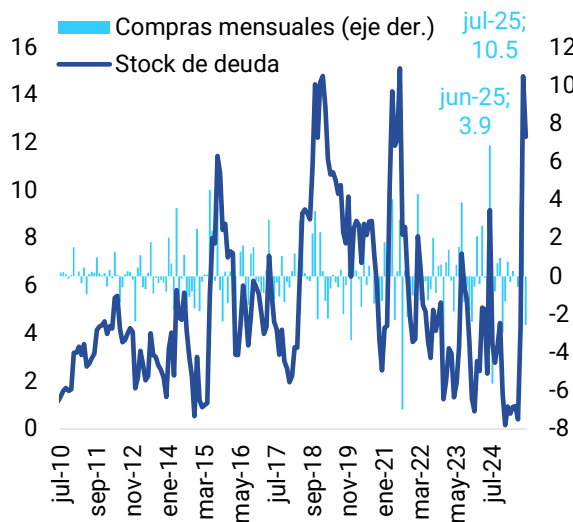
Del diseño a la realidad

La gravedad de la crisis fiscal y los problemas de caja del Gobierno llevaron al Ministerio de Hacienda —a través de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DCPTN)— a desplegar una estrategia compleja, ambiciosa y sin precedentes recientes. Esta operación no solo captó la atención de los mercados en los últimos meses, sino que logró sobreponerse al desafiante panorama fiscal que atraviesa el país.

Esta estrategia, parte de una gran Operación de Manejo Deuda (OMD), permitió **al gobierno constituir un Total Return Swap (TRS) por USD \$9.300 millones, comprometiéndose a pagar una tasa en francos suizos del 1,5% y entregando como colateral una canasta de títulos compuesta por títulos TES de corto plazo (TCOs), TES, bonos globales colombianos en dólares (yankees) y Tesoros americanos**. Los objetivos de la operación son: i) mitigar los riesgos de liquidez de la Nación, constituyendo una reserva de liquidez compuesta por caja y un portafolio de TES; ii) aprovechar un atractivo diferencial de tasas de un *carry trade* apalancado en el bajo costo del fondeo en francos suizos y los rendimientos obtenidos por adquirir TES (tasas alrededor de 12% en pesos), *yankees* (tasa entre 7% y 8% en dólares) y bonos del Tesoro estadounidense (cerca del 4% en dólares); iii) reducir el costo de financiamiento de la Nación; y iv) disminuir la vida media de la deuda.

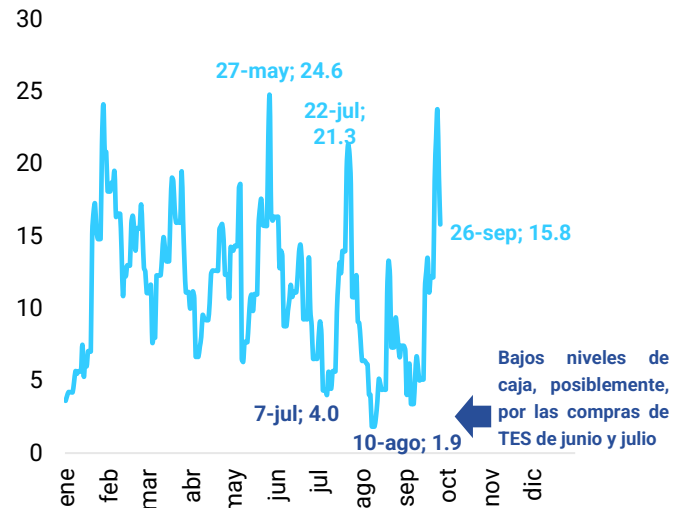
Habíamos advertido que esta operación, ejecutada durante los últimos tres meses y que tendrá vencimiento en julio de 2026, fue desarrollada en tres etapas: i) compra de títulos con descuento; ii) operación de *carry trade*; y iii) operación de manejo de deuda (canje) y cancelación del TRS (ver “Operación de manejo de deuda: ¿Anestesia y agravante para la crisis fiscal?” en [Informe Renta Fija – Agosto 12 de 2025](#)).

Gráfico 1. Compras mensuales y stock de TES del Ministerio de Hacienda, billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. Saldo del Depósito del Tesoro Nacional (DTN) en 2025, billones de pesos



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

La primera etapa estuvo constituida por tres grandes hitos. Primero, **el Ministerio de Hacienda compró TES en el mercado secundario por una suma de \$3,9 y \$10,5 billones en junio y julio,**

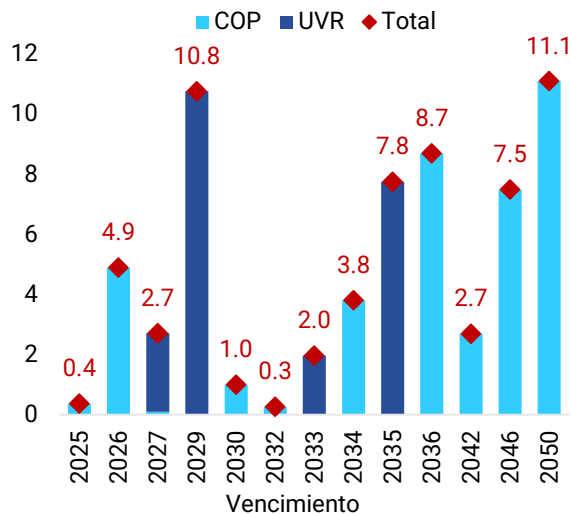
14 de octubre de 2025

respectivamente, haciendo uso de los recursos que disponía en el saldo del Depósito del Tesoro Nacional (DTN) (Gráficos 1 y 2).

El segundo consistió en la oferta de recompra de títulos en dólares con vencimientos entre 2042 y 2061, lanzada en la primera semana de agosto y cumplida en la segunda semana del mismo mes. De esta oferta, el Ministerio logró recomprar USD \$2.958 millones, conociendo que el 100% de los títulos involucrados en esta operación tenían descuentos mayores al 30%, es decir, las tasas de los títulos se negociaban a niveles superiores a su tasa cupón. Así, pudo cancelar este monto del saldo de la deuda anticipadamente y generarle un ahorro en interés a la Nación por USD \$28 y \$135 millones en 2025 y 2026, según lo anticipado por el mismo Ministerio¹. Por último, desde mediados de junio hasta la última semana de septiembre, se realizaron cinco OMD que involucraron al esquema de creadores de mercado, la Tesorería Nacional y con los fondos administrados por esta cartera. Estas OMD estuvieron compuestas por TES en tasa fija con descuentos superiores al 30%, títulos en UVR y con diferentes plazos distribuidos en varios puntos sobre la curva.

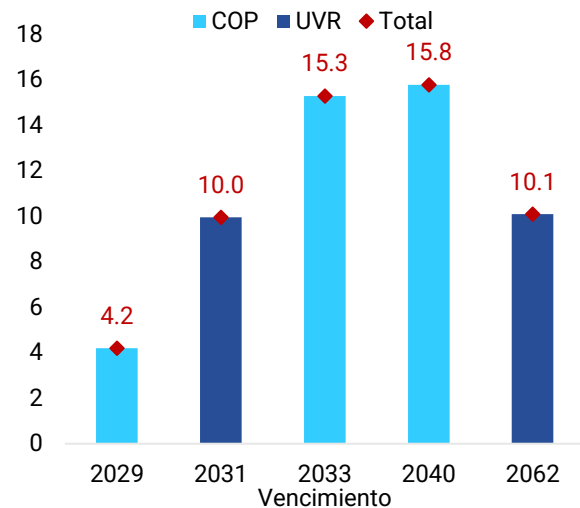
En total, el monto recibido de títulos en valor nominal ascendió a \$63,6 billones, de los cuales un 33% (\$21 billones) se obtuvo por un canje realizado con la Tesorería Nacional y los fondos administrados, el más alto en toda la historia de este tipo de operaciones. A cambio, el Ministerio entregó títulos de la parte media y larga de la curva, por un valor nominal de \$55,4 billones, generándole un ahorro de \$8,2 billones a la nación (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3. Valor nominal de los TES recibidos en las OMD, billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 4. Valor nominal de los TES entregados en las OMD, billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

En conjunto, esta primera etapa permitió **reducir el costo de financiamiento de la Nación**, en un entorno donde el mercado secundario de TES vio una inusual demanda por parte de un jugador no recurrente: el propio Gobierno. **Además, ante la estrategia de recomprar títulos con altos descuentos, y que se ubican principalmente en la parte larga de la curva, fue posible recortar la vida media de la deuda pública desde 10,84 años (feb-25) hasta 10,05 años (ago-25), y reducir el saldo de la deuda pública.**

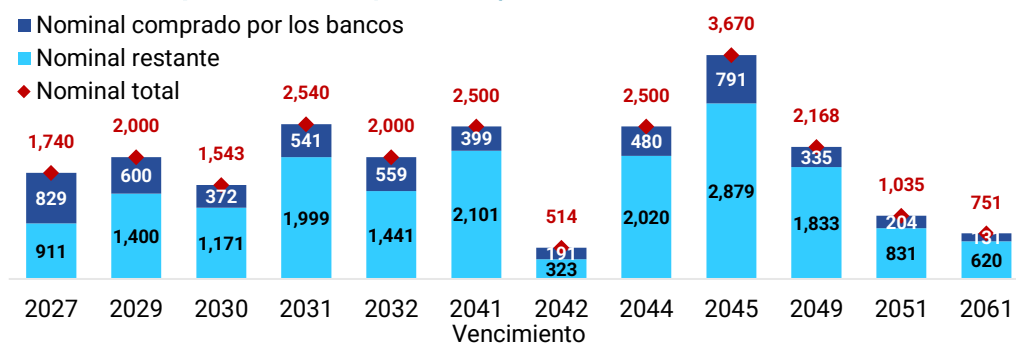
¹ Tomando en línea, Ministerio de Hacienda: <https://tinyurl.com/comminhac>

14 de octubre de 2025

La segunda fase, ejecutada entre finales de agosto y comienzos de septiembre, involucró a seis bancos internacionales (BBVA, Santander, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs y J.P. Morgan) (ver “Avanza la Operación de Manejo de Deuda (OMD) del Ministerio de Hacienda” en [Informe Especial – Agosto 28 de 2025](#)). **Ante la limitada liquidez en moneda extranjera, la DCPTN se apalancó a través de estas entidades para adquirir yankees con altos descuentos, que serían luego integrados como colateral del TRS** y así constituir este instrumento financiero entre la Nación y estas entidades.

En concreto, **los bancos desembolsaron USD \$4.600 millones para comprar yankees con vencimiento entre 2027 y 2061 por un valor nominal de USD \$5.400 millones, generando un ahorro por cerca de USD \$800 millones a la Nación al momento en que el TRS sea cancelado** (Gráfico 5). Particularmente, los altos descuentos que tenían estos títulos de la operación respondían a que la mitad de los bonos comprados fueron emitidos entre 2020 y 2021, una coyuntura de tasas bajas ocasionada por los efectos de la pandemia del COVID-19. Adicionalmente, para respaldar estas dos primeras fases de la operación, **el Ministerio de Hacienda en la segunda semana de septiembre emitió \$21,6 billones de TCOs para entregar como haircut de la operación**, el cual estimamos habría sido cercano al 38% del valor total del TRS. Un elemento clave de esta emisión se relaciona con que estos **títulos no pasaron por el mercado primario y su propósito fue servir de soporte a la transacción**.

Gráfico 5. Compra de bonos globales (yankees) en millones de dólares



Fuente: Ministerio de Hacienda

La etapa fase de esta operación inició con la emisión de bonos globales colombianos denominados en euros. De la emisión de bonos en euros, la Nación obtuvo €4.100 millones (aproximadamente USD \$4.800 millones), los cuales se usarán para constituir la liquidez en moneda extranjera que se comprometió el Ministerio en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, cubrir parte del financiamiento externo de 2025, mitigar los riesgos del TRS y realizar un canje de deuda recogiendo un monto parcial de €716 millones del total del valor nominal de los bonos que vencen en marzo de 2026. En paralelo, en el marco del TRS, los bancos internacionales compraron USD \$2.300 millones en Tesoros americanos, mientras el Ministerio se comprometió a entregar USD \$3.100 millones (alrededor de \$12 billones) en TES para terminar de conformar el colateral de toda esta operación. Adicionalmente, estos bancos comprarían TES y Tesoros americanos para cubrir los posibles riesgos asociados con esta estrategia². **Esta fase final que ya inició terminaría con varias emisiones de bonos en euros o pesos programadas para el primer semestre de 2026 que garanticen el pago del TRS y el cierre de la OMD. Los bonos que han constituido el colateral de esta operación serían los que el Ministerio recogería a cambio de las nuevas emisiones presupuestadas.** Con ello, la DCPTN

² Tomado en línea, SEC: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/917142/000119312525198116/d19250dex99d.htm>

14 de octubre de 2025

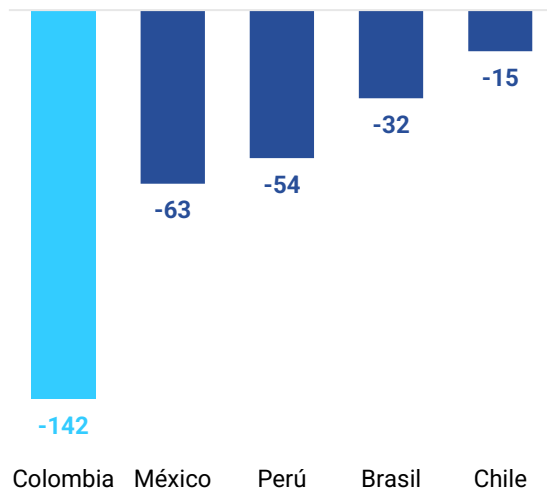
cancelaría deuda con altos descuentos logrando reducir el costo de financiamiento de la nación y el saldo de deuda.

Hasta este punto, el Ministerio de Hacienda no habría recibido liquidez como se planteó en el diseño inicial de la estrategia. La liquidez externa que pudo haber llegado en moneda extranjera o moneda local se encontraba comprometida para adquirir TES, que luego debían ser entregados a estos seis bancos internacionales para constituir toda la canasta de títulos requerida de la operación.

Efectos de la OMD y sus riesgos

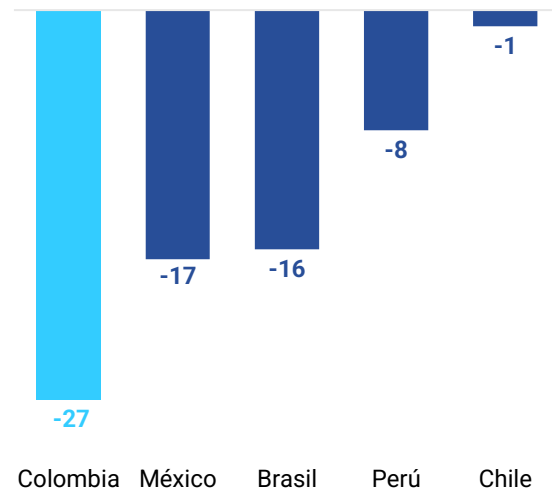
Sin lugar a duda, la estrategia ha tenido un efecto directo sobre la formación de precios de los activos colombianos. Desde su implementación a mediados de junio y hasta el cierre de septiembre, la tasa del bono a 10 años de Colombia se redujo en 142 puntos básicos (pbs), superando en casi 2,2 veces la valorización del bono mexicano y sobrepasando en 100 pbs el recorte promedio de las tasas de los bonos del grupo LAC4³ del mismo vencimiento (Gráfico 6). En paralelo, el CDS a 5 años de Colombia retrocedió 27 pbs, un ajuste mayor al promedio regional (11 pbs), reflejando que el desempeño de los activos locales ha respondido no solo a factores externos, sino también al impacto particular de la estrategia del Ministerio de Hacienda (Gráfico 7).

Gráfico 6. Cambio en pbs de la tasa del bono a 10 años en moneda local



Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 7. Cambio en pbs del CDS a 5 años



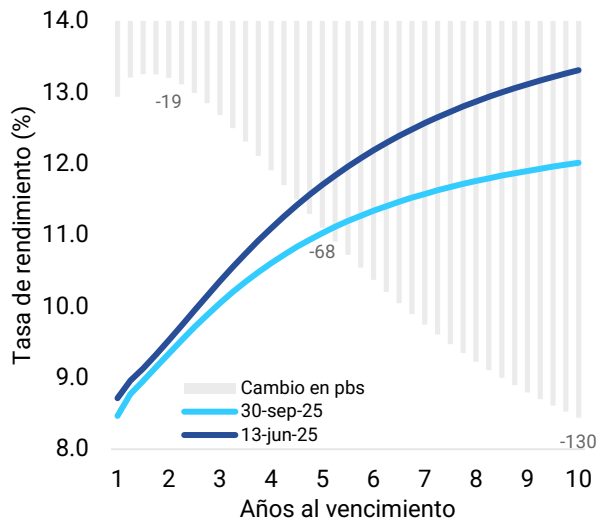
Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Además, el entorno internacional favoreció la estrategia del gobierno, ante el aumento del apetito por activos de países emergentes tras la caída de la tasa del bono del Tesoro estadounidense a 10 años y un debilitamiento global del dólar. En otras palabras, la operación de la DCPTN impulsó una tendencia positiva para el mercado de deuda colombiano, y el contexto externo terminó siendo un “viento de cola”.

³ LAC4: México, Perú, Brasil y Chile

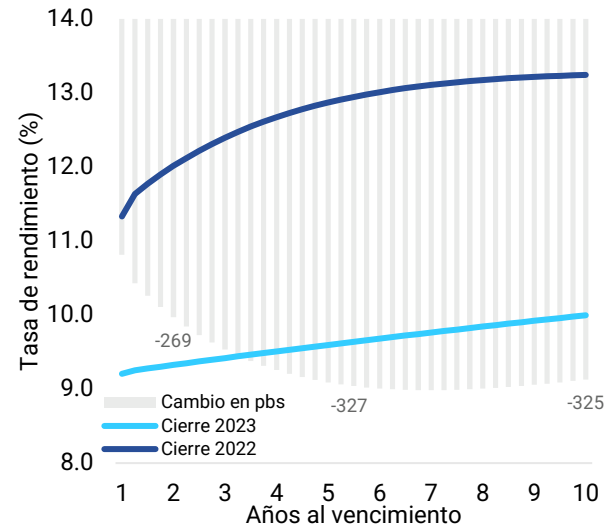
El rally de los TES en los últimos tres meses se concentró en el tramo largo de la curva, con valoraciones cercanas a 73 pbs en promedio, solo comparables con las registradas en 2023, tras la fuerte corrección sufrida en 2022 y la posterior recuperación asociada a la confianza institucional (Gráficos 8 y 9). De forma similar, los yankees se valorizaron en promedio 109 pbs desde el anuncio de la operación (Gráfico 10). Esta fuerte demanda, originada en el propio Ministerio de Hacienda, logró ubicar la curva de TES por debajo del 12% y la de los yankees por debajo del 7%, comprimiendo el spread del bono colombiano a 10 años frente al Tesoro americano desde 425 pbs (abr-25) hasta 260 pbs (sep-25).

Gráfico 8. Curva de rendimiento de los TES cero cupón, entre junio y septiembre 2025



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 9. Curva de rendimiento de los TES cero cupón, entre 2022 y 2023

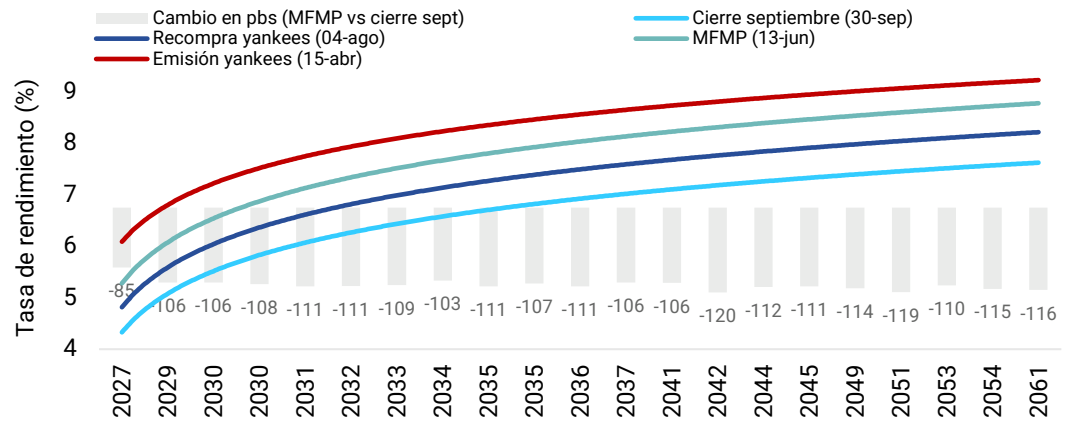


Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

Si bien los beneficios de la operación son tangibles —reducción en los costos de financiamiento de la Nación y diversificación de fuentes de fondeo—, los riesgos subyacentes no son menores. En el frente fiscal, el gobierno está utilizando parte del ahorro en intereses para expandir el gasto primario, sin haber abordado previamente los ajustes estructurales que las finanzas públicas requieren con urgencia. Esta dinámica podría empeorar los desequilibrios en el mediano plazo, con el agravante que la Regla Fiscal se encuentra suspendida hasta 2027.

14 de octubre de 2025

Gráfico 10. Curva de rendimientos de los bonos globales (yankees), 2025



Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

A su vez, el diseño de la estrategia ha comenzado a generar señales de *crowding out* en el mercado local. El creciente protagonismo del sector público en las operaciones de financiamiento está desplazando la demanda privada y restringiendo el acceso del sector corporativo a recursos que pudiesen incentivar la inversión.

Por último, los riesgos de mercado siguen siendo significativos. Si bien el Ministerio anunció recientemente la utilización de un *Cross Currency Swap* para mitigar parte de la exposición cambiaria del TRS, la operación continúa sujeta a vulnerabilidades derivadas del contexto externo y de eventuales episodios de volatilidad doméstica. En particular, un resultado electoral sorpresivo en 2026 podría detonar un llamado al margen sobre la operación, especialmente si los mercados anticipan un cambio en el péndulo político del país.

14 de octubre de 2025

La Fed recorta su tasa y los TES capitalizan el impulso

- La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) recortó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de referencia, llevándola al rango 4,00%-4,25%, en respuesta al enfriamiento del mercado laboral y dejó mensajes importantes.
- Los Tesoros americanos a 2 y 10 años se movieron en rangos de 3,46%-3,66% y 4,01%-4,27%, respectivamente. El Tesoro a 2 años se negoció en el punto más bajo de los últimos 20 meses, mientras que el Tesoro a 10 años registró el segundo punto más bajo del año.
- La curva de rendimientos de los títulos de deuda soberana de EE. UU. se valorizó en promedio seis pbs en septiembre frente al cierre de agosto, presentando las mayores reducciones en el tramo largo de la curva (20 y 30 años).
- El mercado de deuda pública en Colombia capitalizó el entorno favorable generado por las valorizaciones de los Tesoros americanos en septiembre y la ejecución de la operación de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda.
- Las tasas de la curva de los TES en tasa fija cerraron septiembre con una reducción promedio de 16 pbs, concentrándose el rally en el tramo largo de la curva. Por su parte, los *yankees* se valorizaron 26 pbs en promedio, impulsados por las recompras de los seis bancos internacionales y por la reducción global en las tasas de los bonos soberanos.
- Prospectivamente, para lo que resta de 2025, esperamos que las tasas de los TES en tasa fija estén contenidas por debajo del 12%, teniendo en cuenta que habría una menor influencia de parte del Ministerio de Hacienda por toda la operación de manejo de deuda – TRS.
- En septiembre, en el desarrollo del TRS, los fondos de capital extranjero compraron \$31,3 billones de TES, siendo la compra más alta de toda la historia y recuperando la segunda posición como mayores tenedores de TES con una participación del 20% del stock total de deuda interna.
- En contraste, los principales vendedores fueron los bancos comerciales y el Ministerio de Hacienda, vendiendo \$11,8 y \$2,3 billones, respectivamente.

Tensión en el camino: la Fed recorta, pero aún persisten riesgos

En los últimos meses, la atención de los mercados financieros se ha concentrado en la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y en la lectura de los datos macroeconómicos que marcarán el pulso de la política monetaria en lo que resta de 2025 y durante el arranque de 2026.

En septiembre, la Fed recortó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de referencia, llevándola al rango 4,00%-4,25%, en respuesta al enfriamiento del mercado laboral y dejó mensajes importantes. No obstante, el dilema sigue abierto. El mercado percibe que el sesgo de la Fed está menos dominado por la inflación y más condicionado por el mercado laboral, pero aún quedan dos focos de tensión: i) las presiones inflacionarias que continúan desafiando la convergencia hacia la meta del 2%, y ii) la fortaleza del crecimiento económico, que en el 2T25 sorprendió al alza (3,8% observado vs. 3,3% esperado). En otras palabras, la Fed recorta, pero aún persisten riesgos en el camino.

14 de octubre de 2025

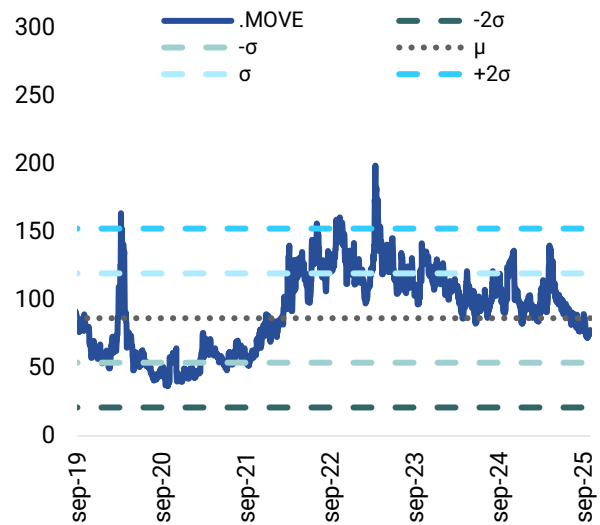
La reacción en el mercado de deuda pública americano no se hizo esperar. Los Tesoros americanos a 2 y 10 años se movieron en rangos de 3,46%-3,66% y 4,01%-4,27%, respectivamente. Los mínimos alcanzados en septiembre se dieron en la antesala de la decisión de la Fed, marcando el nivel más bajo en 20 meses para el bono a 2 años y el segundo más bajo del año para el de 10 años –solo superado por el episodio de aversión al riesgo del *liberation day*—. Además, la dinámica también estuvo marcada por la caída en los niveles de volatilidad. Al cierre del mes, el índice MOVE –que mide la volatilidad implícita de los Tesoros– descendió a 74,3 puntos, su nivel más bajo desde enero de 2022. Esto sugiere que la incertidumbre en este mercado se ha venido disipando tras choques sucesivos como la invasión rusa a Ucrania, el brote inflacionario global, las elecciones en EE. UU. y el propio *liberation day* (Gráficos 11 y 12).

Gráfico 11. Tesoros americanos a 2 y 10 años



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

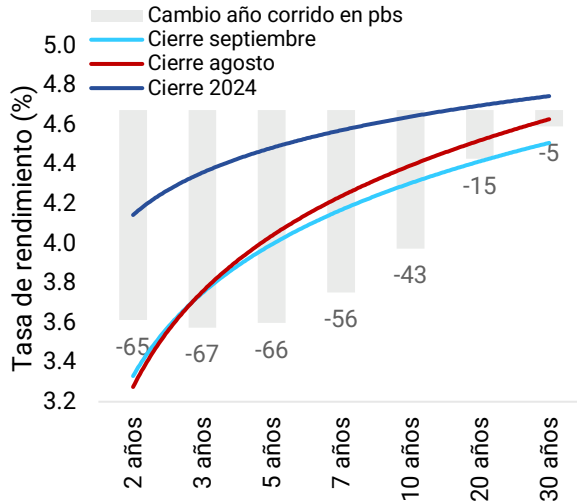
Gráfico 12. Índice MOVE (Volatilidad implícita de los Tesoros americanos)



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

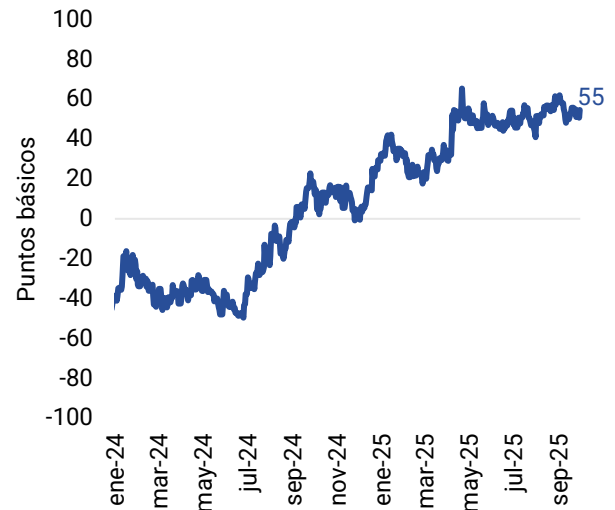
Como resultado de la coyuntura del último mes, la curva de rendimientos de los títulos de deuda soberana de EE. UU. se valorizó en promedio cinco pbs en septiembre frente al cierre de agosto, presentando las mayores reducciones en el tramo largo de la curva (20 y 30 años). En lo corrido de 2025, las tasas han retrocedido cerca de 45 pbs en promedio, en línea con las expectativas de recortes adicionales por parte de la Fed tanto este año como en 2026 (Gráfico 13). Por su parte, la pendiente de la curva, medida por el diferencial entre los títulos a 2 y 10 años, cerró en 55 pbs, fluctuando en un rango de 48-62 pbs a lo largo del mes (Gráfico 14).

Gráfico 13. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 14. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2 - 10 años)



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Deuda colombiana: entre menores presiones externas y la estrategia de deuda del Ministerio

En Colombia, el mercado de deuda pública capitalizó el entorno favorable generado por las valorizaciones de los Tesoros americanos en septiembre. A este viento externo se sumó un factor clave: la ejecución de la operación de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda, que incidió directamente en las curvas de los TES y de los bonos globales en dólares (*yankees*).

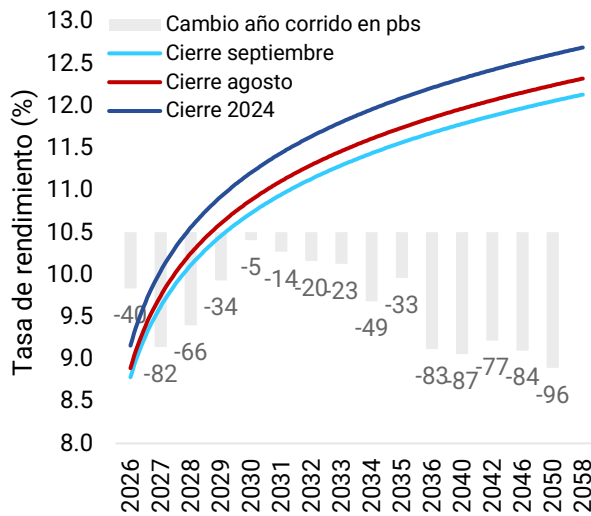
Tres hitos marcaron la dinámica del mes: i) la compra de *yankees* por parte de seis bancos internacionales por USD 5.400 millones en valor nominal, junto con el cierre del TRS suscrito con la Nación, ii) el canje de TES UVR por \$18,3 billones con el mercado interno, y iii) la demanda adicional que habría ejercido el Ministerio de Hacienda sobre TES para completar el colateral exigido en dicho TRS. Estos eventos reconfiguraron la presión de flujos y sirvieron de catalizador para las valorizaciones.

Las tasas de la curva de los TES en tasa fija cerraron septiembre con una reducción promedio de 16 pbs, concentrándose el rally en el tramo largo de la curva. Los títulos con vencimientos en 2033 y 2040, que exhiben las primas más elevadas de la curva, obtuvieron las mayores valorizaciones, ya que posiblemente podrían ser de mayor interés para el Ministerio dentro de la estrategia de manejo de deuda (Gráfica 15). De esta forma, en lo corrido de 2025, los TES en tasa fija acumulan una caída cercana a 50 pbs en sus rendimientos. Por otra parte, la

14 de octubre de 2025

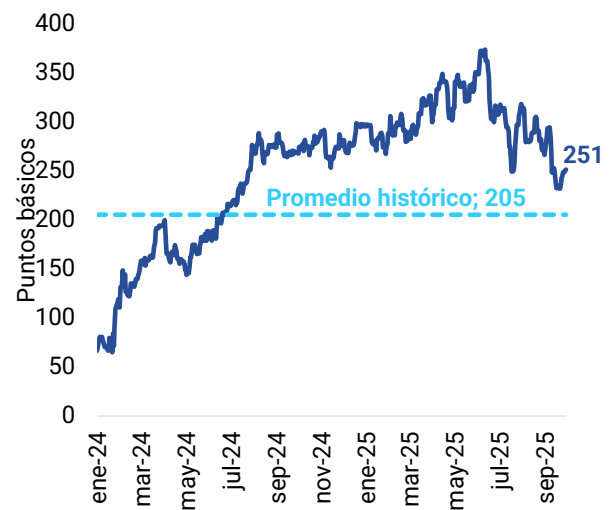
pendiente de la curva, medida como la diferencia entre las tasas de los títulos a 2 y 10 años, terminó en 251 pbs, aplanándose debido por la demanda ejercida en los nodos con mayores descuentos en la parte larga de la curva y la oferta concentrada en la parte media de la curva (Gráfica 16).

Gráfico 15. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 16. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES tasa fija cero cupón (2 - 10 años)



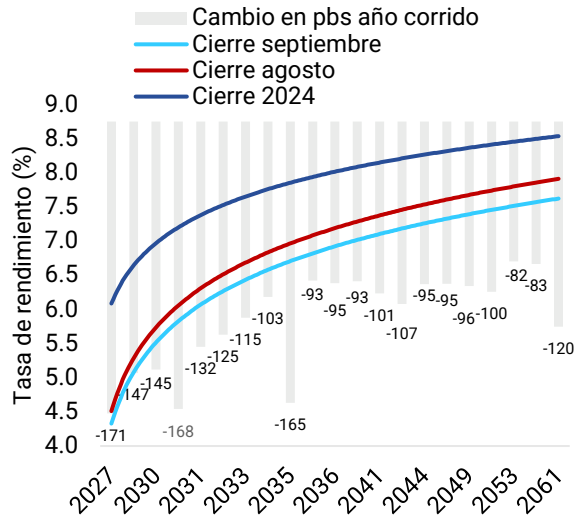
Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

En el mercado de bonos globales, los *yankees* se valorizaron 26 pbs en promedio durante septiembre, impulsados por las recompras de los seis bancos internacionales y por la reducción global en las tasas de los bonos soberanos (Gráfica 17). Con ello, acumulan en el año una caída de 116 pbs en su curva, consolidando una reducción significativa en el costo de financiamiento externo.

Por su parte, la curva UVR sorprendió con una valorización promedio de 36 pbs, el mejor desempeño mensual del año y directamente relacionada con el canje realizado con el mercado. Sin embargo, en el acumulado de 2025, estos títulos aún muestran una desvalorización promedio de 46 pbs frente al cierre de 2024.

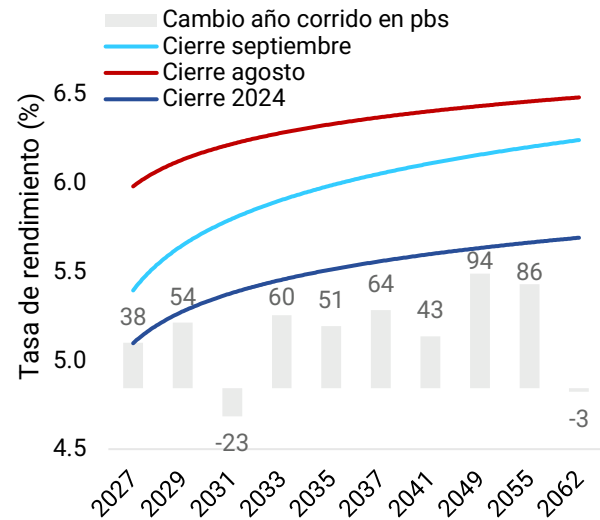
Prospectivamente, para lo que resta de este año, esperamos que el Ministerio de Hacienda tenga un menor margen de influencia sobre las tasas de los TES. Hasta este punto el flujo por toda la operación de manejo de deuda – TRS ya habría terminado o sería menos relevante a lo ocurrido en los últimos tres meses. No obstante, consideramos que las tasas de los TES en tasa fija podría permanecer por debajo del 12%, al menos hasta el cierre de este año.

Gráfico 17. Curva de rendimientos de los bonos globales en dólares (yankees)



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 18. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Compra masiva de los extranjeros por el TRS

En septiembre, los fondos de capital extranjero fueron los mayores compradores de TES. Estos agentes compraron \$31,3 billones de deuda pública colombiana, en el marco del desarrollo de la operación de manejo de deuda – TRS. De esta manera, para el corrido del año, los extranjeros se ubican como los mayores compradores de títulos y recuperan la segunda posición como mayores tenedores de deuda pública con un 20% del stock total de deuda.

Los mayores compradores del mes lo completan el Banco de la República, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), las compañías de seguros y las corporaciones financieras que adquirieron \$3, \$2,4, \$1,3 y \$1,1 billones, respectivamente.

En contraste, los mayores vendedores netos de TES fueron los bancos comerciales y el Ministerio de Hacienda, vendiendo \$11,8 y \$2,3 billones, en su orden. Por parte del monto vendido por los bancos resultó ser la venta más alta registrada en toda la historia por un tenedor de deuda colombiana. No obstante, estos agentes se mantienen como uno de los mayores compradores de títulos en 2025 y se ubican como el tercer mayor tenedor de TES con una participación del 15% del stock total de deuda interna.

14 de octubre de 2025

Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – septiembre 2025

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de capital extranjero	31,379	35,746	20.0%
Banco de la República	3,033	5,489	5.4%
Fondos de pensiones y cesantías	2,476	20,095	30.0%
Compañías de seguros y capitalización	1,353	13,685	11.9%
Corporaciones financieras	1,121	218	0.7%
Comisionistas de bolsa	307	777	0.2%
Entidades públicas	175	-2,493	0.4%
Personas jurídicas	133	1,132	0.4%
Carteras colectivas y fdos admn	93	9,774	3.1%
Proveedores de infraestructura	73	571	0.3%
Entidades sin ánimo de lucro	45	277	0.1%
Personas naturales	30	289	0.1%
Fondos de prima media	27	76	0.5%
Otros fondos	18	45	0.0%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	8	551	0.2%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Compañías de financiamiento comercial	-115	5,895	1.0%
Instituciones oficiales especiales	-741	5,074	3.8%
Fiducia pública	-747	-7,563	5.3%
Ministerio de Hacienda y CP	-2,317	9,763	1.4%
Bancos comerciales	-11,840	11,247	15.0%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corfi colombiana. YTD: año corrido

14 de octubre 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

Sofía Rodríguez

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

angela.rodriguez@corfi.com

14 de octubre 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.