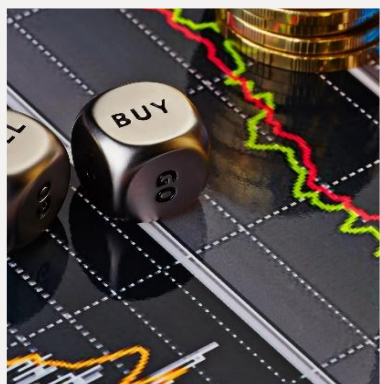


# Informe Renta Fija

## Enero 2026

*TES bajo presión: del impulso de las OMD al choque de oferta y tasas*



22 de enero de 2026

# TES bajo presión: del impulso de las OMD al choque de oferta y tasas

## Informe Renta fija

### EDITORIAL: TES BAJO PRESIÓN: DEL IMPULSO DE LAS OMD DIVERGENCIA AL CIERRE DEL AÑO: ALIVIO EN EL CHOQUE DE OFERTA Y TASAS (PÁG 3) LOS TESOROS Y TENSIÓN EN LOS TES (PÁG 10)

- Hace un año advertimos que la magnitud de la crisis fiscal implicaría un aumento sin precedentes en la oferta de TES, excediendo la capacidad de absorción de los inversionistas locales y haciendo estructuralmente necesaria una mayor participación de flujos offshore (ver “Sin offshore, no hay paraíso” en [Informe Renta Fija – Marzo 27 de 2025](#)).
- Este riesgo se materializó en el segundo semestre de 2025, cuando el Ministerio de Hacienda amplió los cupos de subasta de TCOs de \$57 a \$67 billones y de TES de \$80,8 a \$95,8 billones, llevando los desembolsos internos a su nivel más alto en la historia, en un contexto de caja restringida y elevado gasto público.
- En medio de este contexto, el 19 de diciembre, el gobierno realizó una venta directa de TES por \$23 billones a PIMCO, un inversionista extranjero, de los cuales \$9,4 billones habrían provenido del portafolio del Ministerio de Hacienda y el remanente por cerca de \$13,6 billones de una emisión primaria de TES en tasa fija con vencimientos en 2029, 2033, 2035 y 2040, apalancado por el mayor cupo de emisiones internas.
- La operación introdujo distorsiones relevantes en la formación de precios: la tasa ponderada se ubicó cerca de 13,15%, aproximadamente 62 pbs por encima de los niveles de cierre del mercado secundario.
- En paralelo, las operaciones de manejo de deuda internas permitieron un aumento cercano a \$12 billones en el valor nominal de la deuda, concentrado en los vencimientos 2029, 2033, 2035 y 2040, profundizando las presiones de oferta sobre la parte larga de curva.
- Adicional a esta mayor oferta, al cierre del 2025, los agentes del mercado ajustaron sus expectativas sobre las posibles decisiones de política monetaria que efectuaría el Banco de la República en 2026. Enmarcado en un duro ajuste en las expectativas del mercado sobre la Tasa de Política Monetaria, que según la curva de swap IBR en el nodo de 12 meses pasó de 8,83% el 15 de octubre a 11,79% actualmente.
- Como resultado, para el cierre de diciembre de 2025, las tasas de los TES cero cupón en tasa fija alcanzaron máximos de dos años: 11,95% en 2 años, 12,83% en 5 años y 13,12% en 10 años, niveles consistentes con la suspensión de la Regla Fiscal y la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) a mediados de 2025.
- Estos altos incrementos en las tasas de los TES para el cierre de 2025 estarían señalando que el efecto de las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) del Ministerio de Hacienda –incluyendo el Total Return Swap (TRS) por US\$ 9.300 millones (cerca de \$36 billones)– se habría agotado, luego de haber impulsado valorizaciones cercanas a los 104 puntos básicos (pbs) en los TES de la parte larga de la curva entre el 13 de junio y el 15 de octubre.
- De cara a 2026, el Ministerio de Hacienda continuará utilizando OMD para administrar las elevadas necesidades de financiamiento y los vencimientos del año –\$68,9 billones, incluyendo la liquidación del TRS–, manteniendo un sesgo relevante en la oferta y las presiones que ejercería sobre la curva soberana.
- En este contexto, la formación de precios en el mercado de deuda pública seguirá condicionada por la participación activa del Ministerio de Hacienda, implicando una mayor volatilidad para los mercados. Las tasas esperadas para los TES de largo plazo podrían mantenerse cerca al 13% o inclusive acercarse al 14,5%, incorporando los riesgos asociados a las presiones de oferta, los mayores niveles sobre la tasa de política monetaria y la gravedad de la crisis fiscal.
- En 2025, los Tesoros americanos a 2 y 10 años finalizaron en 3,46% y 4,15%, reflejando así una valorización de 78 y 42 puntos básicos (pbs) en lo corrido del año anterior, respectivamente. En mercados en un contexto entre el deterioro del mercado laboral y una inflación que se mantuvo cerca al 3%.
- La pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros, medida como el diferencial entre las tasas de los títulos a 2 y 10 años, finalizó en 68 pbs, incorporando el proceso de flexibilización monetaria de la Reserva Federal.
- Durante la primera semana de 2026, los Tesoros a 2 y 10 años han registrado cambios marginales frente al cierre de 2025. Por ahora, los mercados descuentan que la Fed ya está muy cerca de su tasa neutral.
- Al cierre de 2025, los TES pasaron por un fuerte periodo de desvalorizaciones, debido al ajuste en las expectativas sobre la tasa de política monetaria a un año y el deterioro de la crisis fiscal. Las curvas de los TES en tasa fija y UVR cerraron con un aumento en las tasas de rendimiento cercana a los 117 y 86 pbs, respectivamente.
- De cara a 2026, consideramos poco probable que las tasas de los TES en tasa fija logren reducirse de manera significativa desde los niveles actuales. Estimamos que las tasas de los TES cero cupón a 10 años se mantendrán en un rango entre 13,0% y 14,5%, reflejando un balance de riesgos sesgado al alza.
- En diciembre, los fondos de capital extranjero lideraron las compras mensuales de TES y cerraron como el mayor comprador de títulos en todo 2025 (\$61,2 billones). En el último mes del año pasado, estos agentes tenedores de deuda colombiana compraron \$26,5 billones.
- En contraste, el Ministerio de Hacienda y los bancos comerciales fueron los mayores vendedores de TES en diciembre, vendiendo \$9,4 y \$2,8 billones, respectivamente. Muy probablemente, la venta realizada por el Ministerio de Hacienda habría correspondido a un 41% del total de los \$23 billones vendidos a PIMCO durante el mes.

Informe realizado por: Dirección de Macroeconomía y Mercados

22 de enero de 2026

## TES bajo presión: del impulso de las OMD al choque de oferta y tasas

### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija  
[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

### Julio Romero A.

Economista Jefe  
[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

- Hace un año advertimos que la magnitud de la crisis fiscal implicaría un aumento sin precedentes en la oferta de TES, excediendo la capacidad de absorción de los inversionistas locales y haciendo necesaria una mayor participación de flujos offshore (ver “Sin offshore, no hay paraíso” en [Informe Renta Fija – Marzo 27 de 2025](#)).
- Este riesgo se materializó en el segundo semestre de 2025, cuando el Ministerio de Hacienda amplió los cupos de subastas de TCOs de \$57 a \$67 billones y de TES de \$80,8 a \$95,8 billones, llevando los desembolsos internos a su nivel más alto en la historia.
- Además, el 19 de diciembre, el gobierno realizó una venta directa de TES por \$23 billones a PIMCO, un inversionista extranjero, de los cuales \$9,4 billones habrían provenido del portafolio del Ministerio de Hacienda y \$13,6 billones de una emisión primaria de TES que llevó al límite el cupo ampliado de emisiones internas. Esta operación se realizó a tasas 62 pbs más altas que las del mercado y generó una señal que debilita la confianza en la institucionalidad del mercado de deuda pública.
- En paralelo, las operaciones de manejo de deuda interna permitieron un aumento cercano a \$12 billones en el valor nominal de la deuda, concentrado en los vencimientos 2029, 2033, 2035 y 2040, presionando la parte larga de curva.
- Las valorizaciones del mercado de deuda local impulsadas por las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) –incluyendo el *Total Return Swap* (TRS)– llegaron a ser de 104 puntos básicos (pbs) en la parte larga de la curva de TES entre el 13 de junio y el 15 de octubre. Sin embargo, la tendencia se revirtió en el último bimestre de 2025.
- Las expectativas sobre la tasa de política monetaria en 2026 se han venido ajustando al alza desde octubre. Según la curva de swap IBR, el nodo de 12 meses pasó de 8,83% el 15 de octubre a 11,79% actualmente, lo cual presionó las tasas de los TES cero-cupón a máximos de dos años: 11,95% en el nodo de 2 años, 12,83% en el de 5 años y 13,12% en el de 10 años.
- De cara a 2026, el Ministerio de Hacienda continuará utilizando OMD para administrar las elevadas necesidades de financiamiento y los vencimientos del año –\$68,9 billones, incluyendo la liquidación del TRS–, manteniendo un sesgo relevante en la oferta y las presiones que ejercería sobre la curva soberana.
- En este contexto, la formación de precios en el mercado de deuda pública seguirá condicionada por la participación activa del Ministerio de Hacienda, implicando una mayor volatilidad para los mercados. Las tasas esperadas para los TES de largo plazo podrían mantenerse cerca al 13% o inclusive acercarse al 14,5%, incorporando los riesgos asociados a las presiones de oferta, los mayores niveles sobre la tasa de política monetaria y la gravedad de la crisis fiscal.

### Inversionistas extranjeros absorbieron la sobreoferta de TES

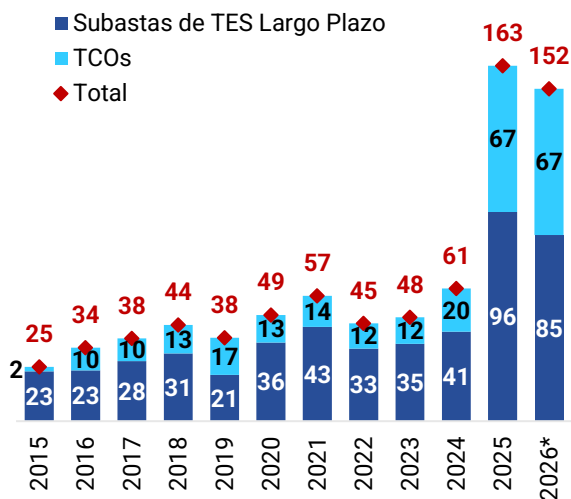
Hace un año advertimos que, ante la gravedad de la crisis fiscal, el Ministerio de Hacienda estaría en la necesidad de incrementar la oferta de títulos de deuda pública (TES) e iba a tener un crecimiento sin precedentes. Además, considerábamos que para absorber esta mayor cantidad de TES dependeríamos sensiblemente de la participación de los inversionistas

22 de enero de 2026

extranjeros, ya que los inversionistas locales difícilmente podrían absorber esta mayor oferta (ver “Sin offshore, no hay paraíso” en [Informe Renta Fija – Marzo 27 de 2025](#)).

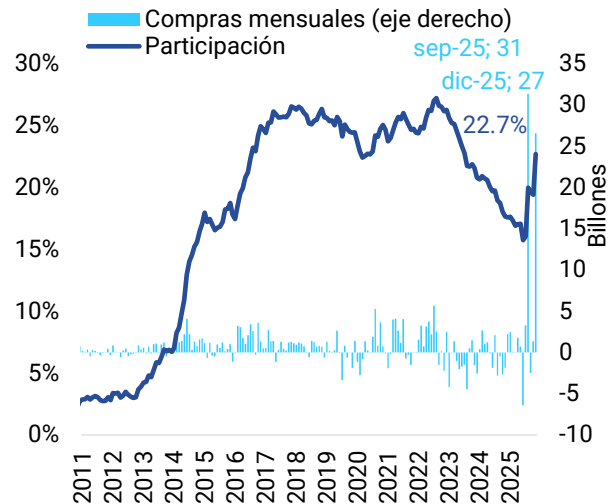
De hecho, el riesgo de una mayor oferta de TES se materializó durante el segundo semestre de 2025. En primer lugar, con el decreto 0836 de 2025, el Ministerio de Hacienda aumentó: i) el cupo de emisiones de TES de largo plazo desde \$60,25 a \$80,81 billones, destinados a financiar el Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2025 y en línea con las estimaciones presentadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP); y ii) el monto a subastar de TCOs desde \$57 a \$67 billones. En un segundo momento, con el decreto 1065 de 2025, nuevamente el Ministerio incrementó en \$15 billones el cupo de emisión de TES de largo plazo pasando de \$80,81 a \$95,81 billones, llevando este cupo de desembolsos internos al nivel más alto de los últimos 10 años (Gráfico 1). Esta dinámica refleja tanto las elevadas necesidades de gasto contempladas en el Presupuesto General de la Nación (PGN) como las presiones derivadas del servicio de la deuda.

**Gráfico 1. Subastas de TES de largo plazo y TCOs, cifras en billones de pesos**



Fuente: Ministerio de Hacienda. \*Según decreto 1478 de 2025

**Gráfico 2. Compras mensuales y participación de los fondos de capital extranjero sobre el stock de deuda interna**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Con este contexto de una mayor oferta de TES y ante la urgencia de una presencia más activa de los inversionistas *offshore* en el mercado de deuda pública colombiano, en 2025 los fondos de capital extranjero adquirieron \$61 billones de deuda pública, incrementado su participación sobre el stock total de deuda interna desde 17,7% al cierre de 2024 hasta un 22,7% al cierre el año pasado (Gráfico 2). Sin embargo, este volumen de compras —sin precedentes históricos— estuvo condicionado por dos operaciones de gran escala ejecutadas por el Ministerio de Hacienda, en el marco de un conjunto de herramientas no convencionales, que no necesariamente reflejan un posicionamiento estructural de largo plazo en la deuda soberana colombiana: i) la Operación de Manejo de Deuda que incluyó el *Total Return Swap* (TRS) por \$9.300 millones de dólares y a seis bancos internacionales (ver “Operación de manejo de

22 de enero de 2026

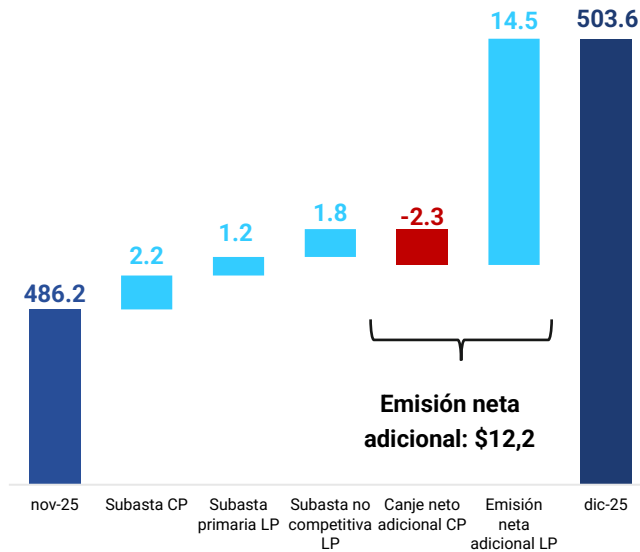
deuda: del diseño a la realidad” en [Informe Renta Fija – Octubre 14 de 2025](#)); y ii) la venta directa de TES que realizó el Ministerio por \$23 billones a PIMCO.

En el caso de esta última operación, realizada el 19 de diciembre, estimamos que la venta directa de títulos de deuda por \$23 billones se habrían realizado en dos tramos. La primera por medio de ventas que realizó el Ministerio de Hacienda de su portafolio de TES, las cuales sumaron \$9,4 billones, mientras que el remanente, cercano a \$13,6 billones, se ejecutó mediante emisión primaria de TES en tasa fija con vencimientos en 2029, 2033, 2035 y 2040, apalancada en la ampliación del cupo de emisiones anunciada en la tercera semana de octubre. De acuerdo con nuestros cálculos, esta operación terminó cerrándose con una tasa ponderada cercana al 13,15%, siendo superior en aproximadamente 62 puntos básicos (pbs) sobre las tasas de negociación de cierre en el mercado secundario.

Esta dinámica demuestra la poca transparencia que tuvo el Ministerio de Hacienda a lo largo de 2025, al prescindir del esquema de creadores de mercado, un pilar fundamental del mercado de deuda pública local que ha contribuido históricamente a una formación de precios eficiente, transparente y se ha consolidado como un referente para la región en los últimos años. Actuando de esta forma, se estaría generado una alta distorsión de precios en el mercado de deuda, en un momento en el cual el mercado suele ser poco líquido, debido a la temporada de cierre de año. A modo ilustrativo, y para poner en evidencia los efectos relativos que causan este tipo de operaciones en la formación de precios, estimamos que si la emisión primaria fue por cerca de \$13,6 billones para cumplir con la venta directa a PIMCO, implicó que, en un solo día, el Ministerio colocara aproximadamente cuatro veces el volumen promedio mensual subastado durante 2025.

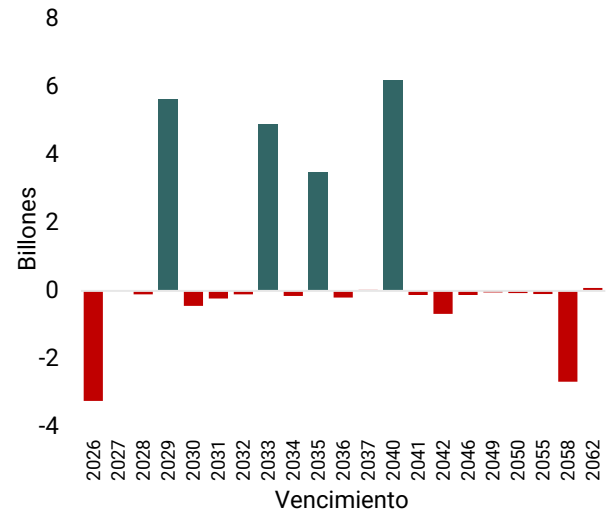
Finalmente, y más allá de la mayor oferta vía emisión primaria, durante diciembre el Ministerio de Hacienda continuó realizando operaciones de manejo de deuda interna a través del mercado secundario y utilizando recursos administrados por la Tesorería Nacional, lo que también incidió en la dinámica de las tasas de los TES. En términos netos, durante el último mes de 2025 el Ministerio habría incrementado la oferta en cerca de \$12 billones, concentrada en títulos en tasa fija con vencimientos en 2029, 2033, 2035 y 2040 (Gráfico 3 y 4).

**Gráfico 3. Subastas de TES de largo plazo y TCOs, cifras en billones de pesos**



Fuente: Ministerio de Hacienda. \*Según decreto 1478 de 2025

**Gráfico 4. Emisión o canje adicional de TES y TCOs realizado en diciembre de 2025, cifras en billones**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

## Un giro de 180° en las expectativas

Otro factor determinante detrás del repunte en las tasas de los TES fue el cambio en las expectativas de política monetaria para 2026. Antes de la tercera semana de octubre, el mercado y los analistas consideraban que el Banco de la República retomaría su proceso de recortes sobre su tasa de interés en este año. Sin embargo, cerca del 17 de octubre, el codirector M. Villamizar en una nota de Bloomberg<sup>1</sup> abrió la discusión sobre la posibilidad de poner sobre la mesa posibles aumentos en el futuro, dada la gravedad de la crisis fiscal en el país. Dichos pronunciamientos fueron más evidentes al interior de la Junta Directiva, ya que las minutas de la reunión de octubre<sup>2</sup> algunos miembros señalaron “que se podrían considerar aumentos futuros de la tasa de interés si se materializan algunos riesgos inflacionarios que, aunque no hacen parte del escenario central, tampoco deben subestimarse”, ocasionado una primera inyección para los mercados que existía una posibilidad de cambio de rumbo sobre la política monetaria.

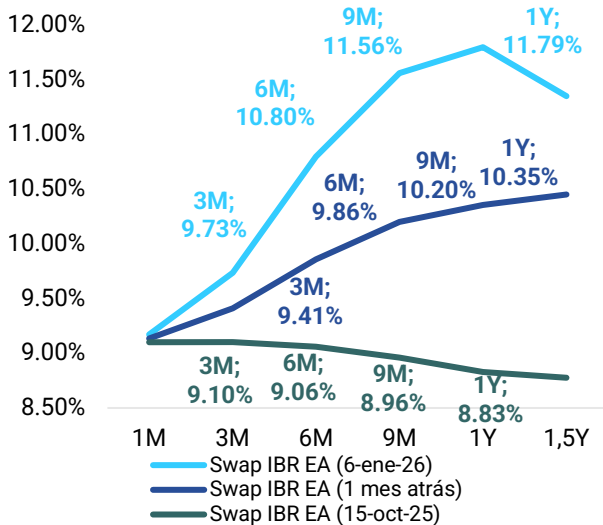
A partir de la tercera semana de octubre, los agentes del mercado empezaron a incorporar dentro de los precios, un posible giro de 180° en las decisiones de política monetaria de 2026. Desde ese momento hasta hoy, a través de la curva Swap IBR, de la cual se puede extraer la tasa de política monetaria implícita que descuentan los agentes del mercado, se registra un aumento cercano a los 300 pbs en la tasa esperada dentro de un año pasando de 8,83% -se descontando al menos un recorte de 25 pbs en 2026- a 11,79%, es decir, los agentes descuentan un aumento cercano a 250 pbs este año (Gráfico 5).

<sup>1</sup> Tomado de: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-10-17/central-banker-sees-colombia-interest-rate-hike-on-the-table>

<sup>2</sup> Minutas del BanRep. Reunión del 31 de octubre de 2025. Tomado de: <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/minutas-banrep-octubre-2025>

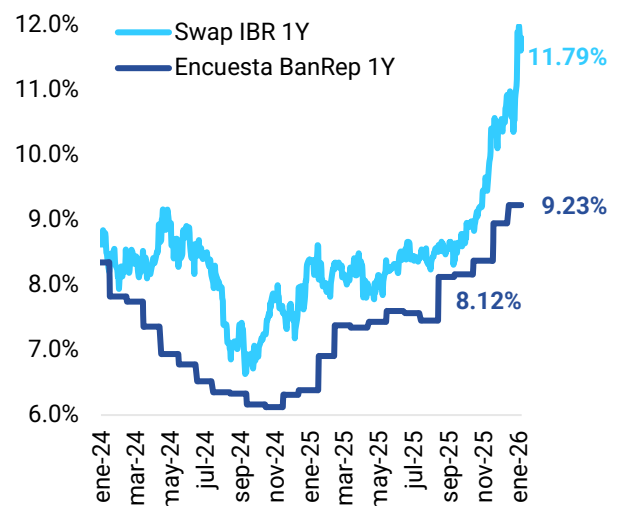
En paralelo, los analistas encuestados mensualmente por el Banco de la República empezaron a incorporar este proceso de normalización monetaria para 2026, en una velocidad más lenta a la proyectada por los mercados. Con la encuesta de diciembre, la tasa de política monetaria esperada a un año se ubica en 9,23%, es decir, no se espera ningún ajuste frente a la tasa actual de política (9,25%). Contrastando con el resultado de esta encuesta en septiembre de 2025 que esperaba que el Banco realizará un recorte en su tasa de interés cercano a los 100 pbs (Gráfico 6), revelando un fuerte cambio en las expectativas que se ajustan a un escenario de inflación que materializa riesgos provenientes del aumento del salario mínimo (ver “Incremento desproporcionado del salario mínimo cambia el panorama macro de 2026” en [Informe Especial – Diciembre 30 de 2025](#)) y al mayor deterioro de las finanzas públicas en 2026 (ver “Perspectivas económicas 2026: ¡Vamos por la remontada!” en [Informe Anual – Diciembre 04 de 2025](#)).

**Gráfico 5. Tasa implícita del BanRep (Curva Swap IBR EA)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 6. Tasa implícita a 1 año de la curva Swap IBR y encuesta analistas BanRep**



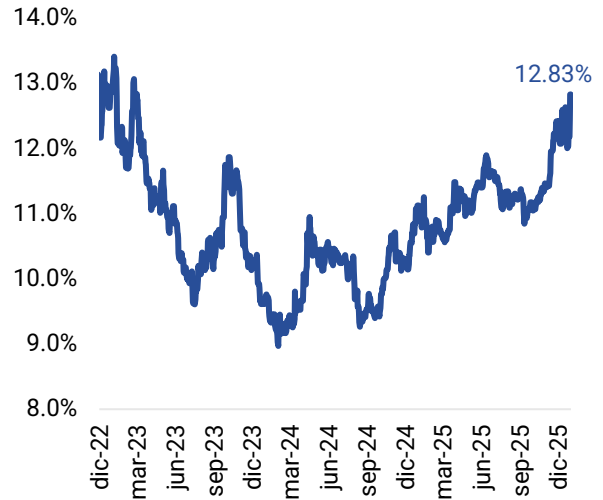
Fuente: Precia y BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

## La minicrisis de los TES

Al cierre de 2025 se observó una desvalorización significativa en los títulos de deuda pública colombiana (TES). En particular, las tasas de los TES cero cupón en tasa fija a 2 y 5 años cerraron en 11,95% y 12,83%, respectivamente, alcanzando sus niveles más altos de los últimos dos años y los máximos absolutos del año (Gráficos 7 y 8). Por su parte, la tasa del título a 10 años cero cupón en tasa fija terminó en 13,12%, representando uno de los puntos más altos de este año y retornando a los niveles que se percibieron previos al Marco Fiscal de Mediano Plazo, donde advertíamos que las finanzas públicas del país estaban al borde del precipicio (ver “Finanzas públicas: ¿al filo del precipicio?” en [Informe Semanal – Junio 22 de 2025](#)).

**Gráfico 7. TES cero cupón en tasa fija a 2 años**


Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 8. TES cero cupón en tasa fija a 5 años**


Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

De forma más transversal, las tasas de rendimiento de los TES durante los dos últimos meses, más puntualmente, entre la segunda mitad de octubre hasta el cierre de diciembre reflejaron el aumento en la oferta de TES y el cambio en las expectativas sobre la tasa de política monetaria, presentando aumentos sobre las tasas de intereses a lo largo de toda la curva de rendimientos. En este periodo, las tasas de los TES a 2, 5 y 10 años aumentaron 223, 170 y 112 puntos básicos (pbs), mientras que en promedio toda la curva de rendimientos se desplazó hacia arriba en cerca de 114 pbs (Gráfico 10). Este comportamiento de las tasas de los TES contrasta con el buen comportamiento que se reflejó en el mercado de deuda pública, luego de toda la Operación de Manejo de Deuda (OMD) –que incluyó el *Total Return Swap* (TRS) por US\$ 9.300 millones (cerca de \$36 billones)– que realizó la Dirección de Crédito Público entre junio y septiembre, y la cual le dio oxígeno a los mercados, pero su efecto para ya haberse agotado (ver “Operación de manejo de deuda: del diseño a la realidad” en [Informe Renta Fija – Octubre 14 de 2025](#)).

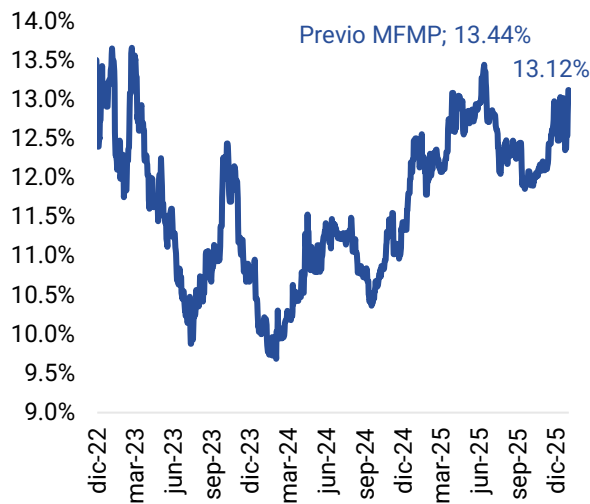
De cara a 2026, el Ministerio de Hacienda seguiría enfrentado la crisis fiscal y transitaría el penúltimo año del periodo de suspensión de la Regla Fiscal. Adicionalmente, las afugias en cuanto a los ingresos permanecen, ya que no contarán con cerca de \$16,3 billones, debido a que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de Ley de Financiamiento, implicando que el Ministerio deberá volver a recargarse sobre las emisiones de deuda para compensar el menor nivel de ingresos disponibles en 2026, aún cuando el PGN de este año tampoco presentó principios de austeridad o recorte en el gasto para corregir el desbalance fiscal.

Bajo este escenario, anticipamos que la Dirección de Crédito Público continuará recurriendo a herramientas no convencionales para la gestión de la caja del Gobierno, como ocurrió en 2025. Para atender vencimientos y necesidades de financiamiento por \$68,9 billones –incluida la liquidación del TRS–, mantenemos un sesgo alcista en la oferta de TES y, por ende, sobre las tasas de la curva soberana. En este contexto, la formación de precios seguirá condicionada por la intervención activa del emisor, con implicaciones en términos de mayor volatilidad. En

22 de enero de 2026

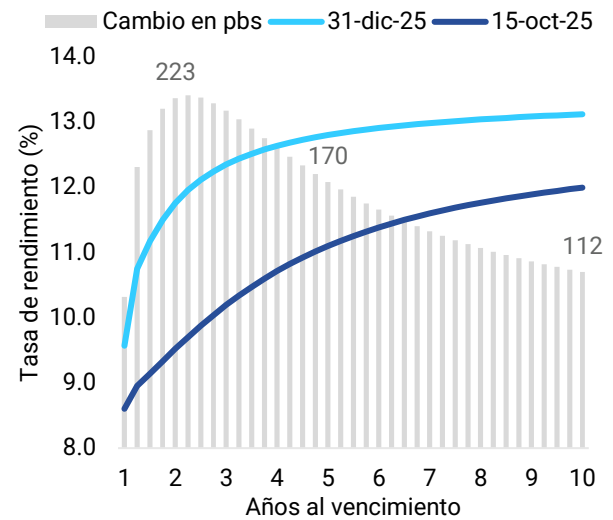
consecuencia, las tasas de los TES de largo plazo podrían mantenerse alrededor del 13% o incluso extenderse hacia niveles cercanos a 14,5%, incorporando las presiones de oferta, un entorno de política monetaria más restrictivo y la persistencia de la crisis fiscal. Sin embargo, estas posibles desvalorizaciones podrían verse contenidas debido a los efectos que pudiese causar el decreto que limita las inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), ya que los títulos de deuda del gobierno tienen el mayor potencial para recibir los flujos que ya no serían sujeto de inversión en activos del exterior.

**Gráfico 9. TES cero cupón en tasa fija a 10 años**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 10. Curva de rendimientos de los TES cero cupón en tasa fija**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

22 de enero de 2026

## Divergencia al cierre del año: alivio en los Tesoros y tensión en los TES

- En 2025, los Tesoros americanos a 2 y 10 años finalizaron en 3,46% y 4,15%, reflejando así una valorización de 78 y 42 puntos básicos (pbs) en lo corrido del año anterior, respectivamente. En mercados en un contexto entre el deterioro del mercado laboral y una inflación que se mantuvo cerca al 3%.
- La pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros, medida como el diferencial entre las tasas de los títulos a 2 y 10 años, finalizó en 68 pbs, incorporando el proceso de flexibilización monetaria de la Reserva Federal.
- Durante la primera semana de 2026, los Tesoros a 2 y 10 años han registrado cambios marginales frente al cierre de 2025. Por ahora, los mercados descuentan que la Fed ya está muy cerca de su tasa neutral.
- Al cierre de 2025, los TES pasaron por un fuerte periodo de desvalorizaciones, debido al ajuste en las expectativas sobre la tasa de política monetaria a un año y el deterioro de la crisis fiscal. Las curvas de los TES en tasa fija y UVR cerraron con un aumento en las tasas de rendimiento cercana a los 117 y 86 pbs, respectivamente.
- De cara a 2026, consideramos poco probable que las tasas de los TES en tasa fija logren reducirse de manera significativa desde los niveles actuales. Estimamos que las tasas de los TES cero cupón a 10 años se mantendrán en un rango entre 13,0% y 14,5%, reflejando un balance de riesgos sesgado al alza.
- En diciembre, los fondos de capital extranjero lideraron las compras mensuales de TES y cerraron como el mayor comprador de títulos en todo 2025 (\$61,2 billones). En el último mes del año pasado, estos agentes tenedores de deuda colombiana compraron \$26,5 billones.
- En contraste, el Ministerio de Hacienda y los bancos comerciales fueron los mayores vendedores de TES en diciembre, vendiendo \$9,4 y \$2,8 billones, respectivamente. Muy probablemente, la venta realizada por el Ministerio de Hacienda habría correspondido a un 41% del total de los \$23 billones vendidos a PIMCO durante el mes.

## Un buen año para los Tesoros en medio de la incertidumbre

Al cierre del 2025, los Tesoros americanos a 2 y 10 años finalizaron en 3,46% y 4,15%, respectivamente, acumulando valorizaciones de 78 y 42 puntos básicos (pbs) frente al cierre de 2024. La caída en las tasas se dio en un contexto dominado por la dicotomía que enfrenta la Reserva Federal (Fed) entre una inflación aún persistente, cercana al 3%, y señales crecientes de deterioro en el mercado laboral. Como resultado, la curva de rendimientos mostró un empinamiento significativo: el diferencial 2-10 años cerró en 68 pbs, su nivel más alto en los últimos tres años, reflejando el ciclo de flexibilización monetaria iniciado en 2024, la incertidumbre sobre la convergencia inflacionaria en el mediano plazo y un balance de riesgos cada vez más influido por el deterioro fiscal de Estados Unidos.

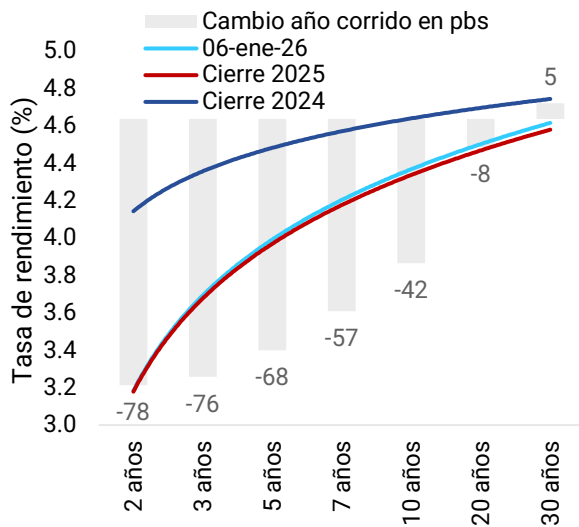
El inicio de 2026 muestra, por ahora, ajustes marginales frente al cierre del año anterior. Al término de la primera semana de enero, los rendimientos de los Tesoros a 2 y 10 años se ubicaron en 3,53% y 4,16%, respectivamente, manteniendo una pendiente positiva de la curva.

22 de enero de 2026

Hacia adelante, el mercado descuenta que la Fed se encuentra muy cerca de su tasa neutral, por lo que el foco de atención se concentra en dos variables clave: la velocidad de convergencia de la inflación hacia el objetivo del 2% y la magnitud del deterioro adicional que pueda registrar el mercado laboral.

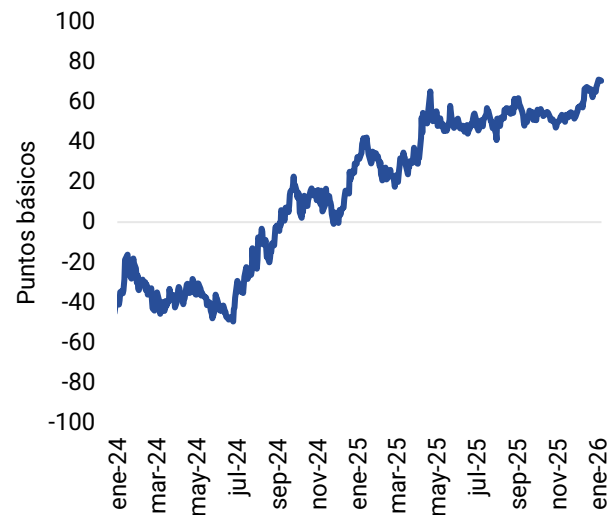
Adicionalmente, el entorno de política monetaria estará condicionado por factores institucionales y políticos. En particular, el proceso de designación del reemplazo de Jerome Powell –cuyo mandato como presidente de la Fed concluye en mayo– introduce un elemento adicional de incertidumbre. Aunque nuestro escenario base asume la preservación de la independencia del banco central, este factor podría incidir en la percepción de riesgo y en la prima exigida por los inversionistas, especialmente en los tramos largos de la curva. En conjunto, el balance de riesgos sugiere un entorno en el que la volatilidad de tasas podría mantenerse elevada, con una curva sensible tanto a datos macroeconómicos como a señales de credibilidad institucional y fiscal.

**Gráfico 11. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos**



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 12. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2 - 10 años)**



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

## TES bajo presión

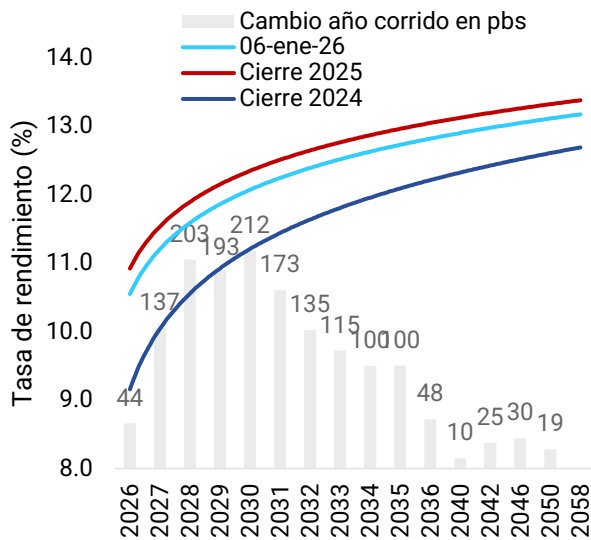
En Colombia, el mercado de deuda pública atravesó un marcado episodio de desvalorización durante los últimos dos meses de 2025. En primer lugar, las fuertes ventas de TES respondieron a un cambio significativo en las expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria, en un contexto de elevada incertidumbre respecto a la convergencia de la inflación y la mayor oferta de TES en el mercado (ver Editorial en este informe). A este factor se sumó

22 de enero de 2026

un segundo elemento que volvió a ganar protagonismo: la persistente fragilidad fiscal del país, un riesgo que permaneció parcialmente “anestesiado” mientras se ejecutaban las Operaciones de Manejo de Deuda (OMDs) adelantadas por la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Hacienda (“Operación de manejo de deuda: del diseño a la realidad” en [Informe Renta Fija – Octubre 14 de 2025](#)).

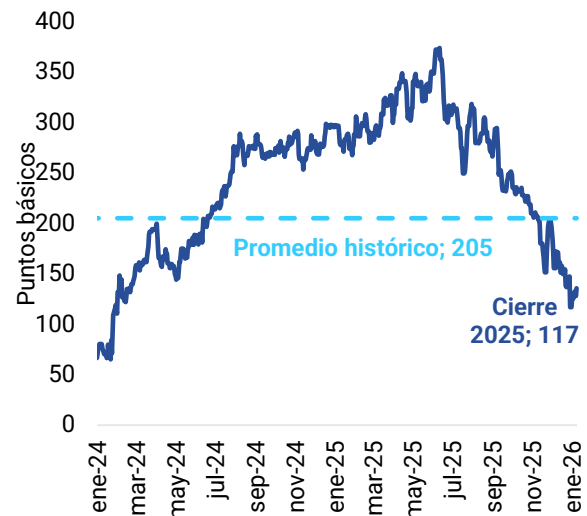
En este contexto, al cierre de 2025 la curva de rendimientos de los TES evidenció un pronunciado aplanamiento. Este proceso, que se inició con las OMDs, se aceleró posteriormente ante el cambio en las expectativas de los agentes hacia una posible senda de incrementos en la tasa de política monetaria del Banco de la República. Como resultado, la curva de los TES en tasa fija cerró el año con una desvalorización cercana a 102 pbs, concentrada principalmente en los tramos corto y medio (Gráfico 13). En línea con lo anterior, la pendiente de la curva cero cupón en tasa fija –medida como el diferencial entre los rendimientos de los títulos a 2 y 10 años– finalizó en 117 pbs, un nivel significativamente inferior a su promedio histórico, estimado alrededor de 205 pbs.

**Gráfico 13. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 14. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES tasa fija cero cupón (2 - 10 años)**



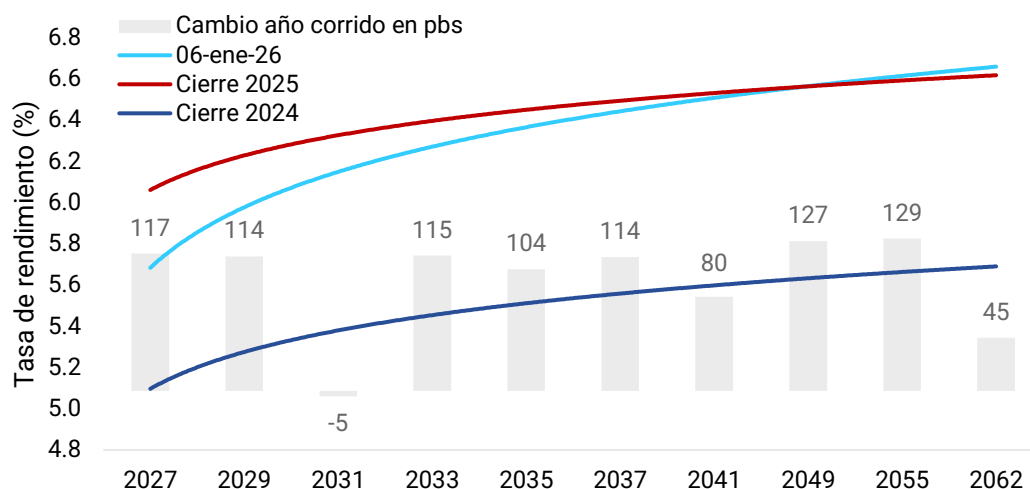
Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Por su parte, el comportamiento de la curva de los TES indexados a UVR estuvo dominado por desvalorizaciones generalizadas a lo largo de todos sus tramos durante 2025. La materialización de riesgos inflacionarios, la crisis fiscal y un proceso de desanclaje gradual de las expectativas de inflación frente al rango meta del Banco de la República explican el aumento en las tasas de rendimiento de estos títulos. En lo corrido del año, esta curva registró una desvalorización promedio cercana a 86 pbs.

22 de enero de 2026

De cara a 2026, consideramos poco probable que las tasas de los TES en tasa fija logren reducirse de manera significativa desde los niveles actuales. La combinación de una elevada incertidumbre en torno a una política monetaria potencialmente más restrictiva y una crisis fiscal con riesgos de profundización seguirá imponiendo presiones alcistas sobre la curva. Bajo este escenario, estimamos que las tasas de los TES cero cupón a 10 años se mantendrán en un rango entre 13,0% y 14,5%, reflejando un balance de riesgos sesgado al alza.

### Gráfico 15. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

### Extranjeros: más líderes que nunca en la compra de TES

En diciembre, los fondos de capital extranjero lideraron las compras mensuales de TES y cerraron como el mayor comprador de títulos en todo 2025. En el último mes del año pasado, estos agentes tenedores de deuda colombiana compraron \$26,5 billones, siendo esto una cifra nunca antes vista e influenciada por la venta directa que realizó el Ministerio de Hacienda a PIMCO. De esta forma, los extranjeros compraron \$61,2 billones de TES en todo el año y llevaron su participación sobre el stock total de deuda a un 22,7%, consolidándose como los segundos mayores tenedores de deuda de Colombia.

El balance de mayores compradores del mes lo completan la fiducia pública y las corporaciones financieras que adquirieron \$1,3 y \$1,1 billones, respectivamente. Por otra parte, en el balance total de 2025, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), las compañías de seguros y los bancos comerciales fueron los agentes más activos al comprar \$18,8, \$16 y \$15,5 billones, ostentando una participación del 28,6%, 11,7% y 15%, respectivamente del stock total de deuda interna.

22 de enero de 2026

En contraste, el Ministerio de Hacienda y los bancos comerciales fueron los mayores vendedores de TES en diciembre, vendiendo \$9,4 y \$2,8 billones, respectivamente. Muy probablemente, la venta realizada por el Ministerio de Hacienda habría correspondido a un 41% del total de los \$23 billones vendidos a PIMCO durante el mes.

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de capital extranjero	26,588	61,227	22.7%
Fiducia pública	1,360	-5,546	5.4%
Corporaciones financieras	1,120	-935	0.5%
Instituciones oficiales especiales	686	6,944	3.9%
Compañías de financiamiento comercial	523	5,420	0.9%
Compañías de seguros y capitalización	441	16,028	11.7%
Banco de la República	314	10,804	6.0%
Fondos de prima media	186	239	0.5%
Personas jurídicas	156	1,411	0.4%
Comisionistas de bolsa	82	1,143	0.3%
Proveedores de infraestructura	69	646	0.3%
Personas naturales	8	355	0.1%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Otros fondos	-5	49	0.0%
Entidades sin ánimo de lucro	-8	281	0.1%
Entidades públicas	-425	-3,606	0.2%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-465	59	0.1%
Fondos de pensiones y cesantías	-698	18,865	28.6%
Carteras colectivas y fdos admn	-2,529	8,120	2.7%
Bancos comerciales	-2,824	15,513	15.0%
Ministerio de Hacienda y CP	-9,380	3,435	0.5%

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

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

#### Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

#### Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

#### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

#### Mariapaula Castañeda

Analista Economías Suramérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[mpaula.castañeda@corfi.com](mailto:mpaula.castañeda@corfi.com)

#### Mateo Pardo

Analista Economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[mateo.pardo@corfi.com](mailto:mateo.pardo@corfi.com)

#### Stephanía Galvis

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[stephanía.galvis@corfi.com](mailto:stephanía.galvis@corfi.com)

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

#### Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

#### Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[danielf.monroy@corfi.com](mailto:danielf.monroy@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[cristhian.osorio@corfi.com](mailto:cristhian.osorio@corfi.com)

#### Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

#### Angela Sofía Rodríguez

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[angela.rodriguez@corfi.com](mailto:angela.rodriguez@corfi.com)

#### Alejandra Gacha

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

22 de enero de 2026

**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.