



Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija Febrero 2026

*Perspectivas para los TES en
2026: despertando de la
“anestesia” de las operaciones
de manejo de deuda*



PERSPECTIVAS PARA LOS TES EN 2026: DESPERTANDO DE LA “ANESTESIA” DE LAS OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA

6 de marzo de 2026

Informe Renta fija

EDITORIAL: PERSPECTIVAS PARA LOS TES EN 2026: ENCUENTRO DE DOS MUNDOS: TESOROS SE DESPERTANDO DE LA “ANESTESIA” DE LAS OPERACIONES DE MANEJO DE DEUDA (PÁG 3)

- **El mercado de TES empezó el 2026 con fuertes desvalorizaciones y un acelerado aplanamiento de la curva (*bear flattening*).** En el primer bimestre, las tasas de los títulos en pesos aumentaron 124 puntos básicos (pbs), en promedio, y la pendiente de la curva entre 2 y 10 años cayó a 7 pbs, su nivel más bajo de los últimos 20 años.
- **El mercado enfrentará fuerzas encontradas en los próximos meses:** i) un nuevo ciclo de endurecimiento monetario presiona las tasas de corto plazo, llevando a un aplanamiento de la curva; ii) la crisis fiscal afecta las partes media y larga, actualmente en máximos históricos, e impulsa un empinamiento; y iii) la intervención del Ministerio de Hacienda sigue distorsionando la formación de precios y debilitando la transparencia del mercado.
- En primer lugar, **las expectativas de la tasa de política monetaria aumentaron con fuerza luego del incremento del salario mínimo.** El mercado de swap IBR descuenta hoy que la tasa repo llegue a 13,4% dentro de 12 meses, mientras el consenso de analistas apunta a 11,75%. Así, Colombia es el único país de LatAm que está subiendo tasas en 2026.
- En los últimos seis ciclos de normalización monetaria en Colombia, la pendiente 2 años-10 años de la curva de TES cero-cupón disminuyó, en promedio, 162 pbs desde seis meses antes del primer aumento de tasas de BanRep hasta seis meses después de esa primera decisión. **Desde mediados de 2025, el aplanamiento ha sido de 306 pbs, el más acelerado de la historia.**
- En segundo lugar, **la crisis fiscal ha generado una sobreoferta de TES que, tras la “anestesia” generada por las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda, está impulsando fuertes desvalorizaciones de los títulos.** Siendo marzo, el gobierno sigue sin actualizar el Plan Financiero, aumentando la incertidumbre sobre la realidad de las finanzas públicas y las necesidades de financiamiento para este año.
- **Estimamos que el déficit a financiar de 2026 sería cercano a \$136,3 billones, lo que implicará emisiones adicionales de al menos \$16,6 billones frente a lo contemplado en el escenario base del Ministerio de Hacienda presentado en julio del 2025.** Así, se repetiría la historia del 2025, cuando el gobierno elevó dos veces el cupo de desembolsos internos.
- Por su parte, **la constante intervención de la Dirección de Crédito Público, muchas veces de forma poco transparente, ha elevado la volatilidad en el mercado de TES.** Hasta el tercer trimestre de 2025, la estrategia evitó que los títulos incorporaran el deterioro de los fundamentales macro, pero este año la crisis fiscal se trasladó a la curva de rendimientos. **Con la regla fiscal suspendida, la única restricción de gasto del gobierno parece ser la disponibilidad de caja.** La alta concentración de vencimientos de deuda interna este año (\$63 billones) exacerba el riesgo de refinanciación y eleva aún más las presiones de caja del gobierno. Además, la preferencia por emitir en la parte media y las colocaciones directas o con entidades públicas debilitan la transparencia en la formación de precios. Al cierre de febrero, estimamos que el Ministerio ha recogido TCOs por una suma cercana a los \$2,2 billones y ha entregado cerca de \$19,1 billones en TES en tasa fija, concentrados principalmente en títulos con vencimiento en 2030, 2033, 2035 y 2046. **Anticipamos que la curva empezará a empinarse en los próximos meses, pues creemos que el Ministerio tiene incentivos para redirigir gradualmente la emisión hacia el tramo largo de la curva.**

LOS TES SE ACERCAN A MÁXIMOS RECIENTES (PÁG 10)

- En febrero, los Tesoros han atravesado por un proceso de valorización, respaldado por una moderación en la inflación anual y la resiliencia del mercado laboral. Particularmente, el Tesoro americano a 10 años se acerca al 4%.
- Los Tesoros americanos a 2 y 10 años se ubicaron en 3,38% y 3,96%, respectivamente, niveles cercanos a los mínimos observados en los últimos dos años. De esta forma, hasta el cierre de febrero, la curva acumula una valorización cercana a 18 puntos básicos (pbs).
- En Colombia, los TES han pasado por un fuerte proceso de desvalorización, debido a la alta incertidumbre fiscal. Al cierre de febrero, las curvas de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizan cerca de 117 y 19 pbs, en lo corrido del año.
- La elevada incertidumbre sobre la orientación de la política económica y la estrategia de financiamiento del Gobierno ha llevado a que ciertos nodos de la curva de los TES en tasa fija hayan estado muy cerca de tasas del 14%, implicando que las operaciones de manejo de deuda del año anterior tuvieron un efecto de anestesia fiscal sobre la deuda.
- En enero, el mayor comprador de deuda pública fue el Ministerio de Hacienda, adquirieron \$3,6 billones, luego de haber terminado en diciembre de 2025 como el mayor vendedor neto de TES. En contraste, los bancos comerciales fueron los mayores vendedores netos, vendiendo \$3,4 billones.

6 de marzo de 2026

Felipe Espitia

 Analista Senior Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

Julio Romero A.

 Economista Jefe
julio.romero@corfi.com

Perspectivas para los TES en 2026: despertando de la “anestesia” de las operaciones de manejo de deuda

- **El mercado de TES empezó el 2026 con fuertes desvalorizaciones y un acelerado aplanamiento de la curva (*bear flattening*).** En el primer bimestre, las tasas de los títulos en pesos aumentaron 124 puntos básicos (pbs), en promedio, y la pendiente de la curva entre 2 y 10 años cayó a 7 pbs, su nivel más bajo de los últimos 20 años.
- **El mercado enfrentará fuerzas encontradas en los próximos meses:** i) un nuevo ciclo de endurecimiento monetario presiona las tasas de corto plazo, llevando a un aplanamiento de la curva; ii) la crisis fiscal afecta las partes media y larga, actualmente en máximos históricos, e impulsa un empinamiento; y iii) la intervención del Ministerio de Hacienda sigue distorsionando la formación de precios y debilitando la transparencia del mercado.
- En primer lugar, **las expectativas de la tasa de política monetaria aumentaron con fuerza luego del incremento del salario mínimo.** El mercado de swap IBR descuenta hoy que la tasa repo llegue a 13,4% dentro de 12 meses, mientras el consenso de analistas apunta a 11,75%. Así, Colombia es el único país de LatAm que está subiendo tasas en 2026.
- En los últimos seis ciclos de normalización monetaria en Colombia, la pendiente 2 años-10 años de la curva de TES cero-cupón disminuyó, en promedio, 162 pbs desde seis meses antes del primer aumento de tasas de BanRep hasta seis meses después de esa primera decisión. **Desde mediados de 2025, el aplanamiento ha sido de 306 pbs, el más acelerado de la historia.**
- En segundo lugar, **la crisis fiscal ha generado una sobreoferta de TES que, tras la “anestesia” generada por las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda, está impulsando fuertes desvalorizaciones de los títulos.** Siendo marzo, el gobierno sigue sin actualizar el Plan Financiero, aumentando la incertidumbre sobre la realidad de las finanzas públicas y las necesidades de financiamiento para este año.
- **Estimamos que el déficit a financiar de 2026 sería cercano a \$136,3 billones, lo que implicará emisiones adicionales de al menos \$16,6 billones frente a lo contemplado en el escenario base del Ministerio de Hacienda presentado en julio del 2025.** Así, se repetiría la historia del 2025, cuando el gobierno elevó dos veces el cupo de desembolsos internos.
- Por su parte, **la constante intervención de la Dirección de Crédito Público, muchas veces de forma poco transparente, ha elevado la volatilidad en el mercado de TES.** Hasta el tercer trimestre de 2025, la estrategia evitó que los títulos incorporaran el deterioro de los fundamentales macro, pero este año la crisis fiscal se trasladó a la curva de rendimientos.
- **Con la regla fiscal suspendida, la única restricción de gasto del gobierno parece ser la disponibilidad de caja.** La alta concentración de vencimientos de deuda interna este año (\$63 billones) exacerba el riesgo de refinanciación y eleva aún más las presiones de caja del gobierno. Además, la preferencia por emitir en la parte media y las colocaciones directas o con entidades públicas debilitan la transparencia en la formación de precios.
- Al cierre de febrero, estimamos que el Ministerio ha recogido TCOs por una suma cercana a los \$2,2 billones y ha entregado cerca de \$19,1 billones en TES en tasa fija, concentrados principalmente en títulos con vencimiento en 2030, 2033, 2035 y 2046. **Anticipamos que la curva empezará a empinarse en los próximos meses, pues creemos que el Ministerio tiene incentivos para redirigir gradualmente la emisión hacia el tramo largo de la curva.**

El mercado de deuda pública en Colombia empezó el 2026 con fuertes desvalorizaciones y un acelerado aplanamiento en la curva de rendimientos (*bear flattening*). Al cierre de febrero, la

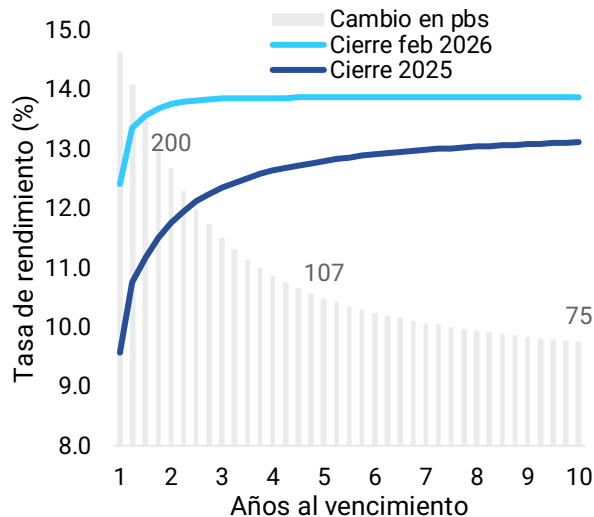
6 de marzo de 2026

curva acumulaba un aumento promedio de 124 puntos básicos (pbs), concentrado en la parte corta y media de la curva (Gráfico 1).

Este movimiento se refleja con mayor claridad en el diferencial entre los TES cero-cupón a 2 y 10 años, que se redujo hasta 7 pbs, el nivel más bajo de los últimos 20 años y 197 pbs por debajo de su promedio histórico (Gráfico 2). La compresión de la pendiente sugiere que el mercado internaliza un ajuste monetario más restrictivo en el corto plazo, al tiempo que las primas exigidas en la parte larga permanecen presionadas por la incertidumbre fiscal y la dinámica de oferta (Gráfico 2).

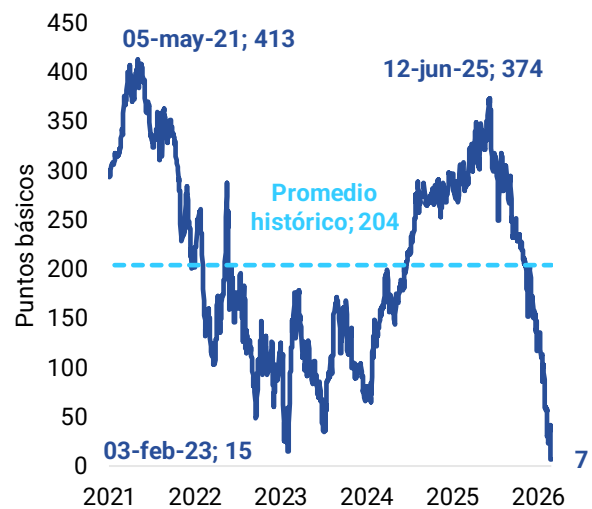
En este informe analizamos las fuerzas encontradas que enfrenta el mercado de deuda pública local: i) un nuevo ciclo de aumentos en la tasa de política monetaria, en respuesta al choque inflacionario y de expectativas que generó el aumento del salario mínimo en 2026; ii) la profundización de la crisis fiscal y el fin de la “anestesia” a la crisis que generaron las operaciones de manejo de deuda; y iii) la estrategia de financiamiento no convencional que ha venido desplegando el Ministerio de Hacienda desde el año pasado, con implicaciones directas sobre la formación de precios, la pendiente de la curva y el balance de riesgos.

Gráfico 1. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 2. Pendiente de la curva de TES cero-cupón en tasa fija (2 – 10 años)



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

De la “anestesia” a la realidad monetaria y fiscal

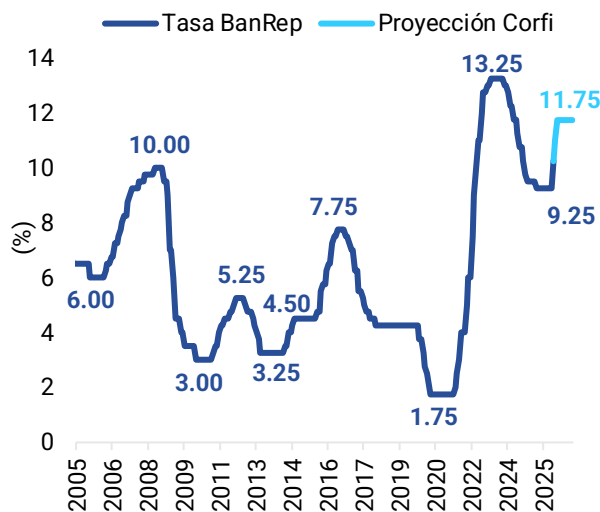
Desde octubre del año pasado, los TES comenzaron a internalizar el inicio de un nuevo ciclo de alzas en la tasa del Banco de la República, lo que se tradujo en un aumento de los rendimientos, particularmente en la parte corta de la curva (ver “TES bajo presión: del impulso de las OMD al choque oferta y tasas” en [Informe Renta Fija – Enero 22 de 2026](#)). El ciclo se

6 de marzo de 2026

materializó con la decisión de enero, cuando la Junta Directiva elevó la tasa de política monetaria de 9,25% a 10,25%, acompañando el movimiento con una comunicación explícita sobre la necesidad de ajustes adicionales ante el deterioro de las expectativas de inflación a un año.

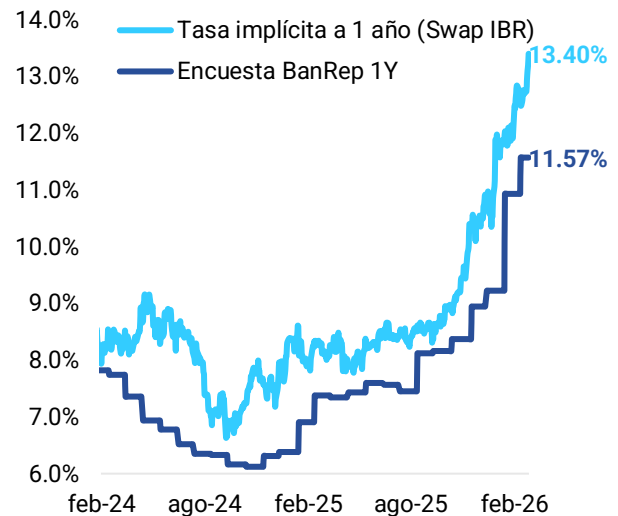
El nuevo ciclo de endurecimiento monetario conlleva presiones alcistas sobre las tasas de los títulos de deuda, especialmente las de corto plazo. Nuestro escenario base es que la tasa terminal del ciclo sería de 11,75%, pero el mercado descuenta niveles de 13,40%, según la curva swap IBR a un año. A continuación, analizamos la velocidad y el aplanamiento de la curva de rendimientos de los TES en episodios previos de endurecimiento monetario.

Gráfico 3. Tasa BanRep y expectativa Corfi



Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 4. Tasa de política monetaria implícita en el Swap IBR y expectativa de analistas a 1 año



Fuente: Precia y BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

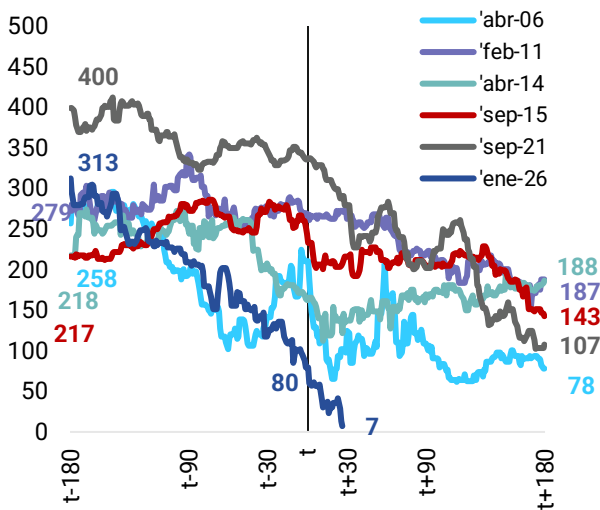
En los últimos 20 años, el Banco de la República ha ejecutado seis ciclos de endurecimiento monetario, incluido el actual. De materializarse nuestra estimación, este ciclo alcanzaría la segunda tasa terminal más alta (11,75%) y el tercer mayor ajuste acumulado en magnitud (+250 pbs) entre los episodios analizados (Gráfico 3). En estos ciclos, la pendiente de la curva de TES tiende a aplanarse: los nodos de corto plazo reaccionan con mayor sensibilidad a los incrementos de la tasa de referencia, mientras que los tramos largos incorporan una combinación de expectativas de crecimiento, inflación de mediano plazo y prima fiscal. Vale la pena señalar que en Colombia, a diferencia de otras economías, la curva de rendimientos no ha mostrado históricamente inversiones persistentes.

El impacto del aumento en la tasa de política monetaria sobre el mercado de deuda pública lo analizamos a través del cambio en la pendiente de la curva de rendimientos de los TES en pesos, en los tramos 2-10 años y 5-10 años. En los seis episodios señalados, tomamos como referencia el primer incremento de tasas del ciclo (t) e incorporamos una ventana de 180 días hacia atrás y hacia adelante para determinar cómo afectó a la curva de TES.

6 de marzo de 2026

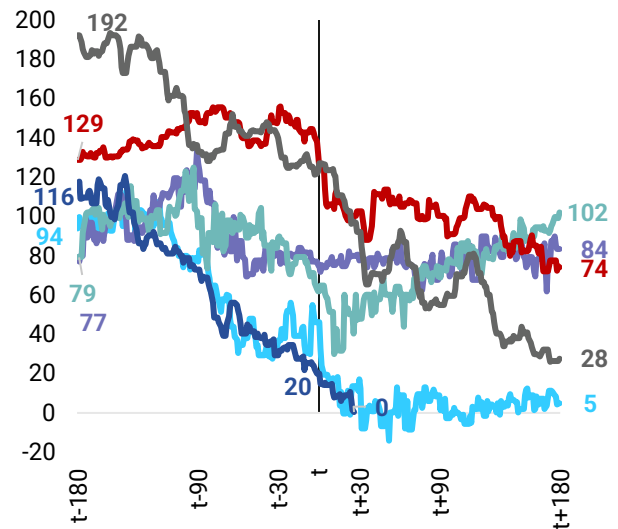
El mayor aplanamiento de la curva entre 2 y 10 años ocurrió en el ciclo que inició en septiembre de 2021, cuando la tasa de política monetaria aumentó de 1,75% a 13,25%, y la pendiente se redujo de 400 a 107 pbs. Por su parte, el menor aplanamiento ocurrió en el ciclo de inicio en abril de 2014, con un incremento de la tasa BanRep de 3,25% a 4,50% que impulsó un aplanamiento de la curva desde 218 hasta 188 pbs (Gráfico 5).

Gráfico 5. Pendiente de la curva de los TES cero cupón en tasa fija (2 - 10 años) por ciclos de normalización monetaria



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 6. Pendiente de la curva de los TES cero cupón en tasa fija (5 - 10 años) por ciclos de normalización monetaria



Fuente: Precia y BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

En el ciclo actual, el ajuste ha sido sustancialmente más acelerado. La pendiente 2-10 años cayó a siete pbs —mínimo de los últimos 20 años— apenas 30 días después del primer aumento. Este comportamiento atípico refleja no solo el endurecimiento monetario, sino también la incidencia de una gestión activa de deuda por parte del Ministerio de Hacienda desde mediados del año pasado, que anticipó el aplanamiento al concentrar las emisiones en la parte media y reducir las de la parte larga (ver “Operación de manejo de deuda: del diseño a la realidad” en [Informe Renta Fija – Octubre 14 de 2025](#)).

Los resultados del análisis de la pendiente entre 5 y 10 años son idénticos. El ciclo de normalización monetaria iniciado en septiembre de 2021 ocasionó la mayor caída en la pendiente, de 192 a 28 pbs. No obstante, este tramo de la curva se invirtió durante el ciclo de endurecimiento monetario iniciado en abril de 2006, llevando la pendiente 5-10 años a ser negativa 30 días después del primer aumento en la tasa de política monetaria (Gráfico 6). Para el ciclo actual, la pendiente ha pasado de 116 a cero pbs. Si el Ministerio mantiene su estrategia de emitir más en la parte media de la curva, la probabilidad de inversión aumenta.

Consideramos que la probabilidad de que la curva de los TES en pesos se invierta por un periodo prolongado es baja, principalmente porque la crisis fiscal seguirá presionando más las tasas de la parte larga de la curva y, probablemente, porque el Ministerio cambiará de estrategia para reducir la presión sobre la parte media. De esta forma, los aumentos esperados en la tasa de política monetaria mantendrán la curva de los TES muy plana y cerca a los niveles actuales. Un aplanamiento adicional o una inversión requerirían un ciclo terminal

6 de marzo de 2026

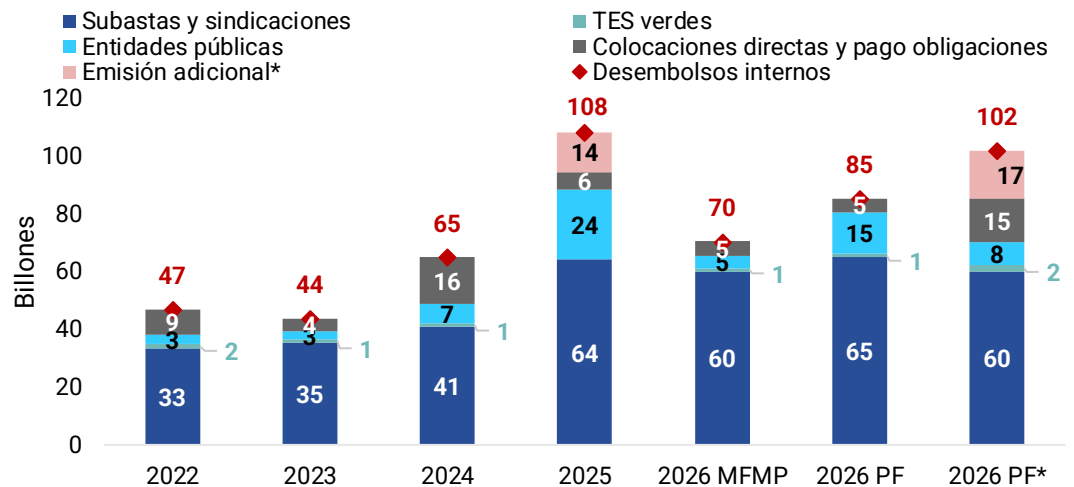
significativamente superior al descontado y, simultáneamente, un alivio sustancial en la prima fiscal de largo plazo.

Déjà vu: la oferta de TES seguirá aumentando

El año pasado advertimos que, ante el inminente aumento del déficit a financiar, el gobierno nacional iba a verse en la necesidad de aumentar la oferta de TES y a recuperar la participación de inversionistas extranjeros (ver “Mercado de TES: sin offshore, no hay paraíso” en [Informe Renta Fija – Marzo 27 de 2025](#)). **Para 2026, el riesgo de una mayor oferta vuelve a posicionarse como un determinante central de la formación de precios.**

El cierre fiscal de 2025 confirmó que la estrategia de manejo de deuda de Crédito Público logró ahorrar en pago de intereses de la deuda cerca de 1,7 puntos del IB, pero el aumento del gasto primario lo contrarrestó. Siendo marzo, el gobierno sigue sin actualizar el Plan Financiero de 2026, clave para conocer la realidad fiscal, las necesidades de financiamiento y las fuentes y usos que contempla el Ministerio. De manera preliminar¹, conocemos que los desembolsos internos serán por \$85,3 billones, distribuidos en \$60 billones a través de subastas, \$8 billones por medio de entidades públicas, \$15,3 billones por colocaciones directas (\$9 billones) y pago de obligaciones (\$6,3 billones) y \$2 billones para TES verdes. Si bien esto implica una disminución frente al resultado estimado para 2025, la experiencia reciente muestra que el año pasado el Ministerio de Hacienda incrementó en dos ocasiones el monto de subastas del año anterior (Decretos 0836 y 1065 de 2025 del Ministerio de Hacienda), ante el inminente crecimiento del gasto primario (Gráfico 7).

Gráfico 7. Desembolsos internos del Gobierno Nacional Central (GNC), 2022-2026. Cifras en billones de pesos



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo. PF: Plan Financiero. PF*: Plan Financiero preliminar presentado por el director de Crédito Público en el Congreso de Tesorería de Asobancaria el 5 de febrero de 2026. *Emisión Adicional: Estimación Corficolombiana

En este punto es donde la historia se repite. Para 2026, estimamos un déficit fiscal cercano al 6,7% del PIB, es decir, hay un déficit a financiar por \$136,3 billones, superando en \$16,6 billones al escenario que tiene actualmente el Ministerio de Hacienda, el cual es consistente con un déficit total del 6,2% del PIB. De materializarse este diferencial, el Ministerio podría volver a

¹ Presentación del Director de Crédito Público en el Congreso de Tesorería de Asobancaria, hace un mes.

6 de marzo de 2026

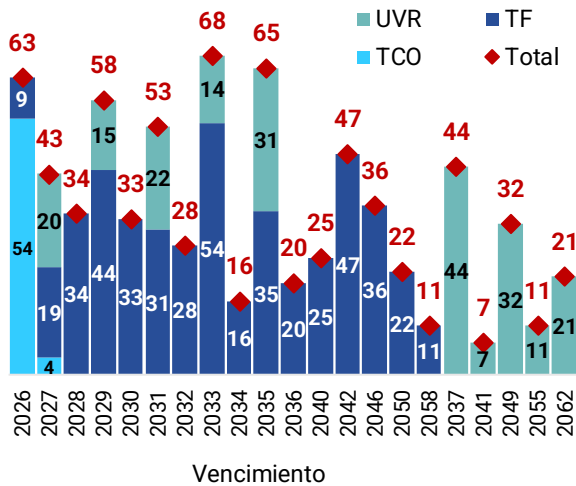
aumentar los desembolsos internos en una magnitud similar, con implicaciones directas sobre la pendiente de la curva.

No obstante, la incidencia sobre la pendiente de la curva dependerá de la estrategia de financiamiento que haya elaborado la dirección de Crédito Público. Si decide darle una mayor preponderancia a la emisión de títulos de la parte larga de la curva, ante el fuerte aplanamiento de la curva o, por lo contrario, si la estrategia sigue priorizando la emisión de títulos en la parte media, lo cual podría invertir la curva con más fuerza.

Operaciones de manejo de deuda: distorsión en la formación de precios

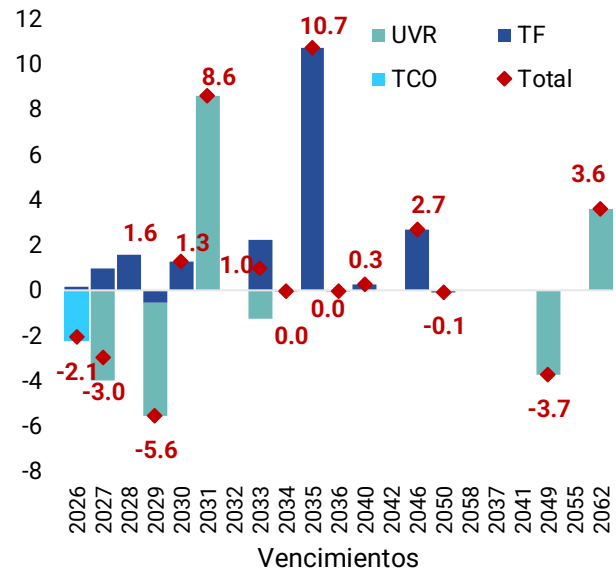
La estrategia no convencional de deuda que la dirección de Crédito Público ha gestionado desde el año pasado seguirá incidiendo en el mercado de TES en 2026. En primer lugar, existe una alta concentración de vencimientos en la parte corta y media de la curva. En 2026, el perfil de vencimientos suma \$63 billones, uno de los más altos en los próximos años, por la alta carga de TCOs que están garantizando el TRS con los seis bancos internacionales (\$21,6 billones) (ver “Operación de Manejo de Deuda: del diseño a la realidad” en [Informe Renta Fija – Octubre 14 de 2025](#)).

Gráfico 8. Perfil de vencimiento de la deuda pública interna (billones COP)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 9. Operaciones de manejo de deuda con el mercado y a través de pantalla (billones COP)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Hacia adelante, 2029 y 2031 concentran vencimientos por \$58 y \$53 billones, respectivamente, lo que incrementa los riesgos de refinanciamiento en un entorno de condiciones financieras restrictivas. **Por ende, la estrategia de financiamiento debería orientarse hacia los plazos más largos de la curva y evaluar la emisión de nuevos títulos o considerar la reapertura de referencias que estén muy cerca al par,** contribuyendo a mitigar los riesgos de concentración en el corto y medio plazo, y a normalizar la pendiente de la curva.

6 de marzo de 2026

No obstante, al cierre de febrero, la estrategia no parecía cambiar. El Ministerio ha realizado una única operación de manejo de deuda con el mercado este año, en la cual recogió \$19,3 billones de TCOs y TES en UVR, a cambio de títulos en tasa fija y en UVR por un valor de \$16,8 billones. Adicionalmente, **ha realizado operaciones directas, fuera del esquema tradicional de creadores de mercado, lo que introduce fricciones en la formación de precios y aumenta la percepción de incertidumbre sobre la dinámica de oferta.** Al cierre de febrero, estimamos que el Ministerio ha recogido TCOs por una suma cercana a los \$2,2 billones y ha entregado cerca de \$19,1 billones en TES en tasa fija, concentrados principalmente en títulos con vencimiento en 2030, 2033, 2035 y 2046 (Gráfico 9).

Hacia adelante, **consideramos que el aplanamiento acumulado de la curva debería generar los incentivos suficientes para que el Ministerio comience a redirigir gradualmente la emisión hacia el tramo largo de la curva.** Un mayor sesgo hacia vencimientos más largo permitiría mitigar los riesgos de refinanciamiento y mejorar el perfil de amortizaciones, reduciendo la vulnerabilidad ante choques de liquidez o episodios de mayor volatilidad en tasas.

En paralelo, la adopción de una estrategia de colocación más predecible y transparente contribuiría a disminuir la incertidumbre en la formación de precios en el mercado secundario, favoreciendo una compresión de primas por riesgo y una mejor transmisión de las señales fiscales a lo largo de la curva.

6 de marzo de 2026

Encuentro de dos mundos: Tesoros se acercan a mínimos recientes, mientras los TES se acercan a máximos recientes

- En febrero, los Tesoros han atravesado por un proceso de valorización, respaldado por una moderación en la inflación anual y la resiliencia del mercado laboral. Particularmente, el Tesoro americano a 10 años se acerca al 4%.
- Los Tesoros americanos a 2 y 10 años se ubicaron en 3,38% y 3,96%, respectivamente, niveles cercanos a los mínimos observados en los últimos dos años. De esta forma, al cierre de febrero, la curva acumula una valorización cercana a 18 puntos básicos (pbs).
- En Colombia, los TES han pasado por un fuerte proceso de desvalorización, debido a la alta incertidumbre fiscal. Al cierre de febrero, las curvas de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizan cerca de 117 y 19 pbs, en lo corrido del año.
- La elevada incertidumbre sobre la orientación de la política económica y la estrategia de financiamiento del Gobierno ha llevado a que ciertos nodos de la curva de los TES en tasa fija hayan estado muy cerca de tasas del 14%, implicando que las operaciones de manejo de deuda del año anterior tuvieron un efecto de anestesia fiscal sobre la deuda.
- En enero, el mayor comprador de deuda pública fue el Ministerio de Hacienda, adquirieron \$3,6 billones, luego de haber terminado en diciembre de 2025 como el mayor vendedor neto de TES. En contraste, los bancos comerciales fueron los mayores vendedores netos, vendiendo \$3,4 billones.

Tesoros americanos a 10 años cerca del 4%

En enero, la curva de rendimientos de los Tesoros estadounidenses se desvalorizó cerca de siete puntos básicos (pbs), llevando las tasas de cierre a 3,52% y 4,24% en los tramos a 2 y 10 años, respectivamente. El movimiento respondió a un ajuste en las expectativas de política monetaria, en un entorno en el que el mercado comenzó a cuestionar la continuidad del ciclo de flexibilización iniciado por la Reserva Federal (Fed) en septiembre de 2024. La mayor incertidumbre sobre la tasa terminal generó presiones alcistas sobre el nivel de la curva, particularmente en el tramo largo.

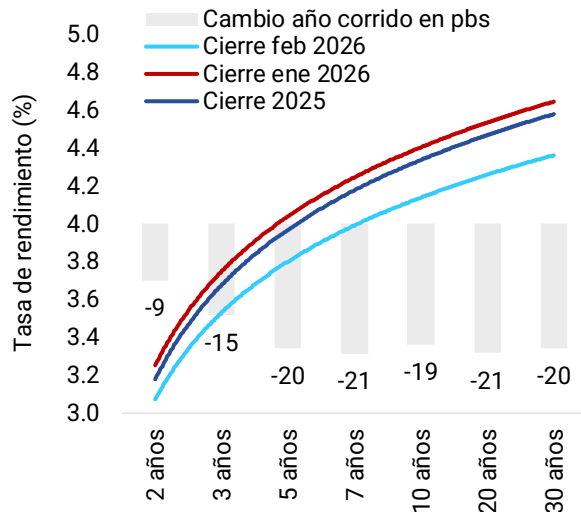
Al cierre de febrero, las referencias a 2 y 10 años se ubicaron en 3,38% y 3,96%, respectivamente, niveles cercanos a los mínimos observados en los últimos dos años. En lo corrido del año, la curva acumula una valorización cercana a 18 pbs, mostrando un ligero aplanamiento frente al cierre de enero, pasando de 71 a 58 pbs. Este movimiento ha estado respaldado por una moderación en la inflación anual (2,4% vs. 2,7% previo) y por la resiliencia del mercado laboral (ver “Contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – Febrero 16 de 2026](#)), combinación que ha permitido al mercado mantener ancladas las expectativas de recortes sin deteriorar el escenario macro. Actualmente, los futuros continúan internalizando dos recortes adicionales de 25 pbs en 2026, sin cambios relevantes en las expectativas desde inicios de año.

Hacia adelante, los mercados esperan la confirmación por parte del Congreso de EE. UU. de Kevin Warsh como futuro presidente de la Fed, el cual no necesariamente refleja una postura

6 de marzo de 2026

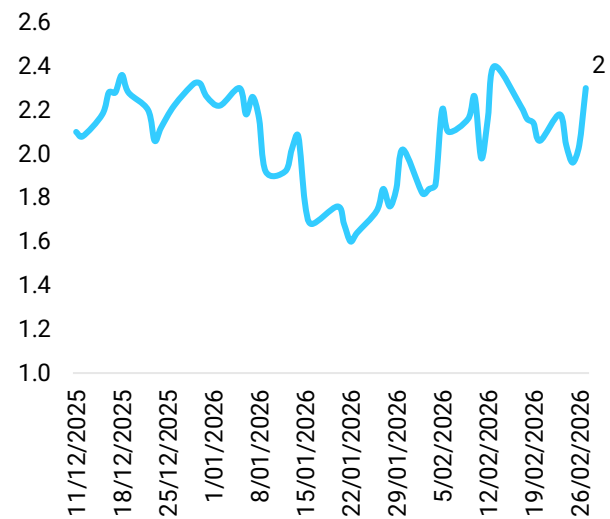
más acomodaticia sobre la política monetaria. Adicionalmente, persiste la incertidumbre asociada a la política comercial de la administración Trump y su potencial impacto sobre la actividad global y las expectativas de inflación, factores que podrían reconfigurar la trayectoria implícita de tasas y aumentar la volatilidad en el tramo largo de la curva.

Gráfico 10. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 11. Cantidad de recortes esperados de 25 puntos básicos sobre la tasa Fed en 2026



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Presión fiscal afecta a los TES

En enero, el mercado local de deuda pública registró un alivio parcial tras las desvalorizaciones observadas al cierre de 2025, asociadas a una mayor oferta neta de TES y a un ajuste alcista en las expectativas sobre la tasa de política monetaria (ver “TES bajo presión: del impulso de las OMD al choque de oferta y tasas” en [Informe Renta Fija – Enero 22 de 2026](#)). En este contexto, las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija y UVR se valorizaron, en promedio, 22 y 47 pbs, respectivamente.

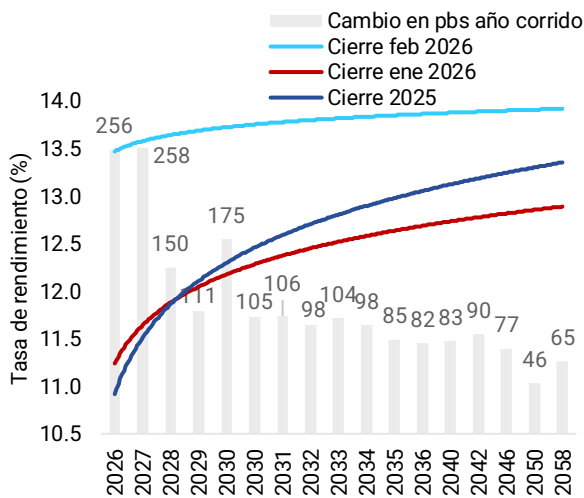
Sin embargo, la recuperación no fue sostenible. Al cierre del segundo mes del año, las curvas de TES atraviesan un nuevo episodio de desvalorización, con algunos nodos de la curva en tasa fija que cerraron cerca al 14%, máximos no observados desde 2022. La magnitud y velocidad del ajuste refuerzan nuestra lectura de que las operaciones de manejo de deuda implementadas previamente atenuaron temporalmente las presiones sobre el costo de financiamiento, generando así una “anestesia” fiscal sobre las tasas de la curva y ante el evidente deterioro fiscal (ver “Operación de manejo de deuda: ¿Anestesia y agravante para la crisis fiscal?” en [Informe Renta Fija - Agosto 12 de 2025](#)).

6 de marzo de 2026

En febrero, las curvas de TES en tasa fija y UVR acumulan desvalorizaciones promedio de 139 y 66 pbs frente al cierre de enero, y registran aumentos de 117 y 19 pbs, respectivamente, en lo corrido del año. El movimiento ha estado dominado por un aumento de la prima fiscal, en un entorno de elevada incertidumbre sobre la orientación de la política económica y la estrategia de financiamiento del Gobierno.

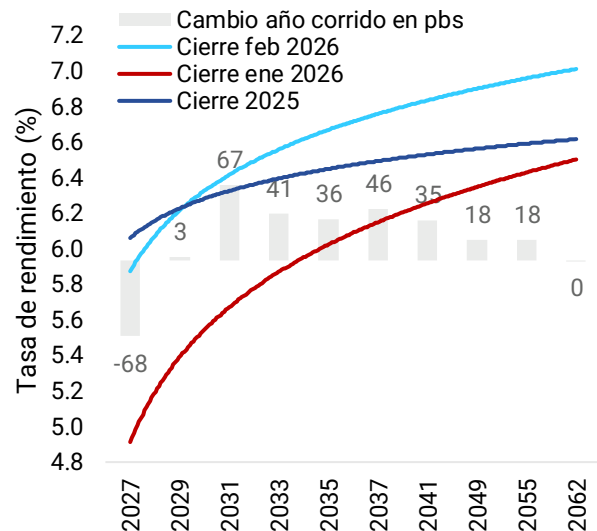
La ausencia de una actualización del Plan Financiero, junto con anuncios regulatorios que inciden sobre los flujos de inversión —incluyendo potenciales restricciones a la inversión externa de fondos de pensiones, traspaso de recursos de los fondos privados de pensiones a Colpensiones— han incrementado los riesgos sobre la curva soberana. En este contexto, el mercado internaliza mayores necesidades de financiamiento y una menor visibilidad sobre la trayectoria fiscal, factores que presionan al alza el nivel de tasas, elevan la volatilidad y limitan el espacio de valorización sostenibles en el largo plazo.

Gráfico 12. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 13. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES tasa fija cero cupón (2 - 10 años)



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana

El Ministerio recompone su portafolio

Luego de que en diciembre de 2025 el Ministerio había terminado como el mayor vendedor neto de TES, en enero de 2026 arrancó como el mayor comprador neto. En esta ocasión, el Ministerio compró \$3,6 billones, donde posiblemente el emisor de deuda pública puede estar recomponiendo su portafolio para fortalecer su posición de liquidez frente a los mercados.

6 de marzo de 2026

El grupo de mayores compradores de enero lo completan las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) y los fondos de capital extranjero, comprando \$1,9 y \$1,2 billones, respectivamente. De esta forma, estos dos agentes se consolidan como los mayores tenedores de deuda pública con una participación del 28,7% y 22,7% del stock total de deuda interna, respectivamente.

En contraste, en este inicio del año, los mayores vendedores de TES fueron los bancos comerciales, la fiducia pública y las instituciones oficiales especiales al vender \$3,4 billones, \$368 y \$315 mil millones, respectivamente.

Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – enero 2026

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Ministerio de Hacienda y CP	3,615	3,615	1.0%
Fondos de pensiones y cesantías	1,911	1,911	28.7%
Fondos de capital extranjero	1,242	1,242	22.7%
Comisionistas de bolsa	612	612	0.4%
Corporaciones financieras	588	588	0.6%
Carteras colectivas y fdos admn	442	442	2.8%
Personas jurídicas	262	262	0.5%
Compañías de seguros y capitalización	214	214	11.7%
Entidades públicas	91	91	0.2%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	34	34	0.1%
Banco de la República	13	13	5.9%
Personas naturales	0	0	0.1%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Otros fondos	-10	-10	0.0%
Fondos de prima media	-42	-42	0.5%
Proveedores de infraestructura	-60	-60	0.3%
Compañías de financiamiento comercial	-89	-89	0.9%
Entidades sin ánimo de lucro	-301	-301	0.1%
Instituciones oficiales especiales	-315	-315	3.8%
Fiducia pública	-368	-368	5.3%
Bancos comerciales	-3,405	-3,405	14.4%

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

6 de marzo de 2026

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

Nicolas Cruz Walteros

Analista 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

Mariapaula Castañeda

Analista Economías Suramérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

mpaula.castañeda@corfi.com

Mateo Pardo

Analista Economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Stephania Galvis

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

stephania.galvis@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Angela Sofía Rodríguez

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

angela.rodriguez@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

6 de marzo de 2026

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana"). 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 no es proveedor oficial 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 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 de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana no asume 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 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.

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 es una empresa controlada directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.