corfi colombiana | Investigaciones Económicas

# Informe Renta Fija

## *La factura del sinceramiento fiscal*

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

corfi colombiana | Investigaciones Económicas

14 de octubre de 2026

# La factura del sinceramiento fiscal

## Informe Renta fija

## EDITORIAL: LA FACTURA DEL SINCERAMIENTO FISCAL (PÁG 3)

- El sinceramiento del Presupuesto General de la Nación (PGN) de 2027 reveló la verdadera dimensión del reto fiscal. Para empezar, **el déficit de 2026 pasaría de 5,3% del PIB, previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), a 7,2% según el Gobierno e incluso podría llegar a 7,8% según nuestros cálculos**, un nivel que en la historia reciente solo se ha visto durante la pandemia. La deuda neta, por su parte, aumentaría hasta 60,1% del PIB.
- El mayor desafío de 2027 será el ajuste fiscal y la factura que habrá que pagar, reflejada en necesidades récord de financiamiento. Sin ajuste, el déficit del GNC llegaría a 9,4% del PIB y las necesidades de financiamiento a $266,3 billones (12,2% del PIB), más del triple de lo previsto en el MFMP. **El Gobierno contempla desembolsos de crédito por $238,6 billones (11,0% del PIB), distribuidos entre fuentes internas por $150,9 billones (7,0% del PIB) y externas por $87,7 billones (4,0% del PIB).**
- **Aunque el plan de "rescate fiscal" del Gobierno por $45 billones (2,2% del PIB) va en la dirección correcta, aún se desconocen sus detalles y luce ambicioso.** Un ajuste parcial de 1,6% del PIB (cerca de $33 billones) llevaría el déficit fiscal a 7,8% del PIB en 2027. Aun así, la deuda neta del GNC aumentaría de 60,1% a 65,7% del PIB, un máximo histórico que superaría incluso el registrado durante la pandemia.
- En el mercado de TES, **las operaciones de manejo de deuda (OMD) han permitido ganar tiempo, pero no sustituyen el ajuste fiscal.** El primer canje redujo las amortizaciones de 2027 de $42,1 a $25,5 billones, mientras que las dos operaciones restantes podrían llevarlas a cerca de $15 billones. En conjunto, representarían una reducción de $27,1 billones (1,2% del PIB) en las amortizaciones del próximo año, aliviando las necesidades de financiamiento interno. El beneficio es financiero, no fiscal: se aplazan vencimientos, pero aumenta la oferta de TES de mayor plazo.
- Incluso con el ajuste fiscal, que reduciría principalmente las necesidades externas, y los canjes de deuda, que aliviarían el financiamiento interno, los desembolsos de crédito seguirían en niveles históricamente elevados. **Los desembolsos externos se reducirían a $63,1 billones (2,9% del PIB) y los internos a cerca de $120 billones (5,6% del PIB), para un total de $183,1 billones (8,5% del PIB).**
- **Un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) sería entonces necesario no solo para abaratar parte del financiamiento, sino, sobre todo, para respaldar la credibilidad del ajuste fiscal** y ayudar a pagar la factura. La Línea de Precaución y Liquidez (LPL) sería la opción más favorable, aunque exigiría un ajuste creíble y en marcha. De lo contrario, podría contemplarse un Acuerdo Stand-By (SBA), sujeto a mayor condicionalidad.

Para los mercados, la oferta se pagará en la parte media y larga de la curva. **Mantenemos el sesgo de empinamiento de los TES**, con tasas cero-cupón a 10 años de 13,6% (2026) y 13,1% (2027), frente a 11,4% y 10,9% a 2 años. El principal riesgo es una absorción insuficiente y la caja externa mantendría presión sobre la moneda.

La credibilidad de la ejecución fijará el precio de la factura. El ajuste de 2027 es apenas un primer paso: los intereses absorberían 31,6% de los ingresos del GNC (23,6% en 2026). Hasta que el Rescate Fiscal, las OMD, las subastas y el FMI confirmen una senda verificable, la factura se seguirá cobrando en tasas.

## TASAS ALTAS EN AMBOS FRENTES: ALIVIO PARCIAL EN TESOROS, PRESIÓN PERSISTENTE SOBRE LOS TES (PÁG 9)

- La Reserva Federal devolvió a los Tesoros americanos a máximos del año: el aumento de 25 puntos básicos (pbs) en la tasa de política coincidió con una desvalorización promedio de 52 pbs en septiembre; las referencias a dos y 10 años cerraron en 4,89% y 5,29%, respectivamente.
- Octubre comenzó con menor presión monetaria, pero sin alivio en la parte larga: al 8 de octubre, la OIS y el Tesoro a dos años corrigieron tras la menor creación de empleo, mientras las tasas largas permanecieron estables o aumentaron, generando un empinamiento de la curva.
- En Colombia, durante septiembre los TES tasa fija y UVR extendieron las desvalorizaciones al aumentar cerca de 23 y 21 pbs, respectivamente. Al corte de la primera semana de octubre, las curvas de TES en tasa fija y UVR acumulaba una ligera valorización promedio de cuatro y dos pbs frente al cierre de septiembre, respectivamente.
- El CDS colombiano corrigió marginalmente, pero en menor magnitud que el promedio regional. Al 7 de octubre, el CDS de Colombia cayó cuatro pbs, hasta 165 pbs, mientras el promedio LatAm excluyendo Colombia disminuyó seis pbs. La brecha relativa se amplió levemente desde 81 hasta 83 pbs, ante la incertidumbre fiscal.
- La demanda local continúa siendo el principal soporte de los TES. En septiembre, los fondos de pensiones y cesantías compraron $6,3 billones y acumularon adquisiciones por $48,7 billones en el año. Los extranjeros regresaron al lado comprador con $822 mil millones, pero todavía acumulan ventas por $12,7 billones en 2026.
- Las ventas del mes se concentraron en corporaciones financieras y el Ministerio de Hacienda. Las corporaciones financieras redujeron sus tenencias en $2,0 billones, mientras el Ministerio vendió $1,1 billones.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

**Informe realizado por:** Dirección de Macroeconomía y Mercados

14 de octubre de 2026

# La factura del sinceramiento fiscal

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

**Felipe Espitia**
Analista Senior de Renta Fija
felipe.espitia@corfi.com

- El mayor desafío de 2027 será el ajuste fiscal y la factura que habrá que pagar, reflejada en necesidades récord de financiamiento. Sin ajuste, el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) llegaría a 9,4% del PIB y las necesidades de financiamiento a $266,3 billones (12,2% del PIB), más del doble de lo previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). **El Gobierno contempla desembolsos de deuda por $238,6 billones (11,0% del PIB), distribuidos entre fuentes internas por $150,9 billones (7,0% del PIB) y externas por $87,7 billones (4,0% del PIB).**
- **Aunque el plan de "rescate fiscal" del Gobierno por $45 billones (2,2% del PIB) va en la dirección correcta, aún se desconocen sus detalles y luce ambicioso.** Un ajuste parcial de 1,6% del PIB (cerca de $33 billones) llevaría el déficit fiscal a 7,8% del PIB en 2027. Aun así, la deuda neta del GNC aumentaría de 60,1% a 65,7% del PIB, un máximo histórico que superaría incluso el registrado durante la pandemia.
- En el mercado local, **las operaciones de manejo de deuda (OMD) han permitido ganar tiempo, pero no sustituyen el ajuste fiscal.** El primer canje redujo las amortizaciones de 2027 de $42,1 a $25,5 billones, y las dos operaciones pendientes podrían llevarlas a cerca de $15 billones. En conjunto, representarían una reducción de $27,1 billones (1,2% del PIB) en las amortizaciones del próximo año, aliviando las necesidades de financiamiento interno. El beneficio es financiero, no fiscal: se aplazan vencimientos, pero aumenta la oferta de TES de mayor plazo.
- Incluso con el ajuste fiscal y los canjes de deuda los desembolsos de crédito seguirían en niveles históricamente elevados. **Los desembolsos externos se reducirían a $63,1 billones (2,9% del PIB) y los internos a cerca de $120 billones (5,6% del PIB), para un total de $183,1 billones (8,5% del PIB).**
- **Un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) sería entonces necesario no solo para abaratar parte del financiamiento sino, sobre todo, para respaldar la credibilidad del ajuste fiscal** y ayudar a pagar la factura. La Línea de Precaución y Liquidez (LPL) sería la opción más favorable, aunque exigiría un ajuste creíble y en marcha. De lo contrario, podría contemplarse un Acuerdo Stand-By (SBA), sujeto a mayor condicionalidad.
- **La mayor oferta de deuda pública presionará al alza las partes media y larga de la curva de rendimientos de los TES, por lo cual anticipamos un empinamiento adicional**. Esperamos que las tasas cero-cupón a 10 años asciendan a 13,6% al cierre de 2026 y a 13,1% en 2027, mientras que para el plazo a 2 años esperamos 11,4% y 10,9%. El principal riesgo es una absorción insuficiente de la oferta y la caja externa mantendría presión sobre la moneda.
- La credibilidad de la ejecución fijará el precio de la factura. El ajuste de 2027 es apenas un primer paso: en 2027, los intereses absorberían 31,6% de los ingresos del GNC (23,6% en 2026). Hasta que el Rescate Fiscal, las OMD, las subastas y el FMI confirmen una senda verificable, la factura se seguirá materializando en las tasas de interés.

## De la sinceridad al financiamiento

El reto fiscal comienza con un cierre de 2026 más exigente que el presentado por el Gobierno anterior. El déficit total del Gobierno Nacional Central (GNC) de 2026 pasaría de 5,3% del PIB, previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), a 7,2% según el Gobierno e incluso podría llegar a 7,8% según nuestros cálculos, un nivel que en la historia reciente solo se ha visto durante la pandemia. **Este deterioro eleva el punto de partida**

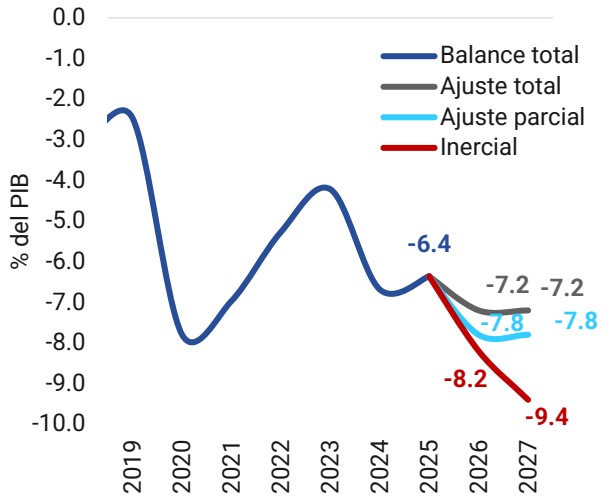
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

**para la siguiente vigencia:** el Gobierno deberá atender el cierre financiero de 2026 mientras prepara una estrategia de ajuste y financiamiento capaz de responder a unas necesidades considerablemente mayores en 2027.

Con ello, la reformulación del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2027 permitió dimensionar una situación fiscal más exigente que la presentada en el MFMP. El nuevo proyecto eliminó $30,2 billones de ingresos contingentes, corrigió los supuestos macroeconómicos e incorporó obligaciones omitidas o presupuestadas de manera insuficiente (ver "Presupuesto General de la Nación 2027: cuentas claras y ajuste fiscal espeso" en Informe Semanal – Agosto 31 de 2026).

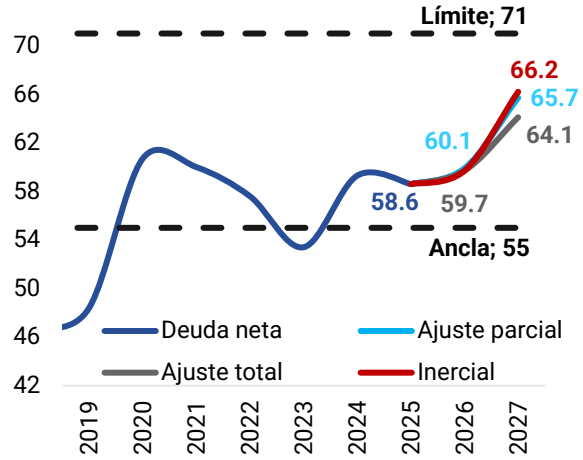
Con dicha actualización y sin medidas adicionales de ajuste, el déficit del GNC alcanzaría 9,4% del PIB en 2027, el déficit primario ascendería a 4,5% y la deuda neta aumentaría hasta 66,2% del PIB (Gráficos 1 y 2). **Bajo este contexto, el plan de ajuste fiscal que anunció el gobierno –el cual debería presentar esta semana– no solo es necesario para retomar la senda de sostenibilidad de la deuda pública, sino también para reducir las necesidades de financiamiento de 2027 y aliviar la presión sobre el mercado de TES.**

**Gráfico 1. Balance total del GNC, % del PIB**




*Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. Ajuste total: 2,2% del PIB; Ajuste parcial: 1,6% del PIB (2/3 gastos y 1/3 ingresos)*

**Gráfico 2. Deuda neta del GNC, % del PIB**




*Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. Ajuste total: 2,2% del PIB; Ajuste parcial: 1,6% del PIB (2/3 gastos y 1/3 ingresos)*

En efecto, la actualización del Plan Financiero 2027 elevó las necesidades de financiamiento desde los $130,4 billones (6,0% del PIB) previstos en el MFMP, hasta $266,3 billones (12,2% del PIB). Dentro de esta programación, **el Gobierno contempla $238,6 billones en desembolsos de crédito, equivalentes a 11,0% del PIB, distribuidos entre $150,9 billones de fuentes internas (7,0% del PIB) y $87,7 billones de externas (4,0% del PIB).** Así, la estrategia de financiamiento de la Nación cubriría 63% del endeudamiento con fuentes internas y 37% con externas.

Dicha presión no proviene exclusivamente del déficit primario. El servicio de la deuda asciende a $155,4 billones (7,1% del PIB), de los cuales $58,3 billones corresponden a

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

principal y $94,4 billones a intereses. Estos últimos representarían 4,9% del PIB y absorberían 31,6% de los ingresos del GNC, frente a 17,2% en 2019 y 23,6% en 2026. Cerca de un tercio de los ingresos se destinaría al pago de intereses antes de financiar funcionamiento, inversión y transferencias.

Esta carga alimenta una bola de nieve que agrava el deterioro de las finanzas públicas. Los déficits elevados exigen más endeudamiento, la nueva deuda se contrata a tasas altas, los mayores intereses reducen el margen presupuestal y la menor flexibilidad fiscal dificulta los ajustes futuros. Así, aunque la gestión financiera permite distribuir los vencimientos y diversificar las fuentes de financiamiento, solo una reducción sostenida del déficit primario podrá romper esta dinámica y corregir el rumbo de la crisis fiscal que atraviesa el país.

## El ajuste necesario que tomará tiempo

En paralelo con la actualización del PGN, el Gobierno anunció un proyecto de Ley de Rescate Fiscal –el cual debería ser presentando esta semana– que busca un ajuste de 2,2% del PIB, equivalente a cerca de $45 billones. La magnitud responde a la necesidad de reducir el déficit primario, aliviar las presiones de financiamiento y contener el crecimiento de la deuda. Sin embargo, el principal desafío no está en el monto anunciado, sino en su viabilidad e implementación.

Hasta ahora se desconocen los detalles de las medidas, su distribución entre ingresos y gastos, su carácter permanente o transitorio y el cronograma de ejecución. El anuncio establece una meta general, pero no permite identificar cuánto provendría de reformas estructurales, recortes temporales, aplazamientos presupuestales, eficiencias administrativas o medidas tributarias que requieren aprobación legislativa. A esto se suma una dificultad adicional: el calendario juega en contra. Las iniciativas que deban pasar por el Congreso tendrían que aprobarse, reglamentarse e implementarse durante 2027, lo que limitaría su impacto fiscal efectivo en ese mismo año.

Esto no significa que el ajuste de 2,2% del PIB sea inalcanzable, sino que su implementación completa probablemente requeriría más tiempo. La experiencia internacional muestra que las consolidaciones fiscales de gran magnitud suelen desarrollarse mediante programas multianuales que combinan medidas permanentes de ingresos y gastos, reformas institucionales y metas fiscales intermedias[1].

Ante estas restricciones políticas y de implementación, nuestro escenario contempla un ajuste parcial de 1,6% del PIB (cerca de $33 billones), con dos terceras partes provenientes de recortes de gasto y una tercera parte de mayores ingresos. Bajo este supuesto, el **déficit total del GNC se reduciría a 7,8% del PIB en 2027, mientras el déficit primario pasaría de 4,5% a 2,9% del PIB**. Aun así, la deuda neta aumentaría de 60,1% a 65,7% del PIB, un máximo histórico que superaría incluso el registrado durante la pandemia.

[1] Véase Balasundharam et al. (2023), *Fiscal Consolidation: Taking Stock of Success Factors, Impact, and Design*, IMF Working Paper WP/23/63.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

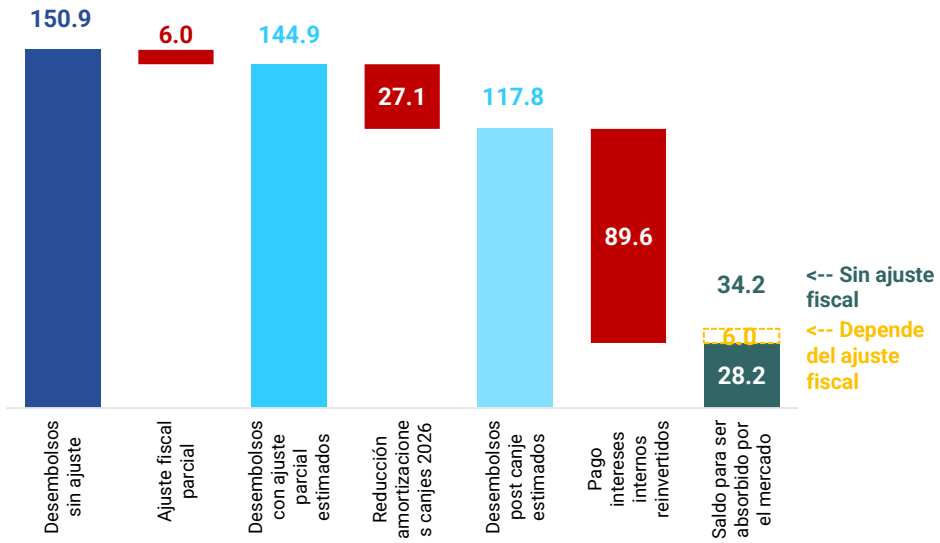
## La factura por pagar

Con o sin ajuste fiscal, las necesidades de financiamiento de 2027 serán excepcionalmente altas. La factura será considerable tanto en el mercado local, donde las presiones sobre las tasas ya son evidentes, como en el externo, donde Colombia tendrá que conseguir recursos en un entorno de tasas altas y condiciones financieras más exigentes.

En el mercado local, la elevada oferta de TES seguirá presionando las tasas al alza. Estas presiones ya se reflejan en el mercado: desde el sinceramiento del presupuesto, a finales de agosto y hasta la publicación de este documento, **las tasas de los TES en pesos han aumentado en promedio 42 puntos básicos y las de largo plazo volvieron a superar el 13%.**

Las OMD y el reperfilamiento permitirían aliviar parte de estas presiones. **El primer canje redujo las amortizaciones de 2027 de $42,1 a $25,5 billones, mientras que las dos operaciones restantes podrían llevarlas a cerca de $15 billones (0,7% del PIB).** En conjunto, representarían una reducción de $27,1 billones (1,2% del PIB) en los vencimientos del próximo año y, por tanto, menores necesidades de desembolsos internos brutos. Sin embargo, estas obligaciones no desaparecen, sino que se trasladan a plazos más largos, aumentando la oferta de TES de mayor duración.

**Gráfico 3. Fuentes y usos de financiamiento interno 2027, con ajuste parcial.**
**Cifras en billones de pesos**




*Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana*

Es importante aclarar que estos canjes no requieren recursos adicionales inmediatos del mercado, pues los nuevos títulos se entregan a cambio de otros que los inversionistas ya

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

poseen. **Bajo nuestro escenario de ajuste fiscal y reperfilamiento, los desembolsos internos se podrían reducir a cerca de $123,8 billones (5,8% del PIB).** De esta forma, para absorber la mayor oferta de TES en 2027, y asumiendo que los pagos por intereses se reinvierten completamente en el mercado local y si se realiza un ajuste parcial como el que hemos propuesto, estimamos que se requerirá una demanda adicional de TES entre $28,2 billones (1,3% del PIB) y $34,2 billones (1,6% del PIB), un monto que el mercado estaría en capacidad de absorber si las tasas de interés se mantienen altas (Gráfico 3).

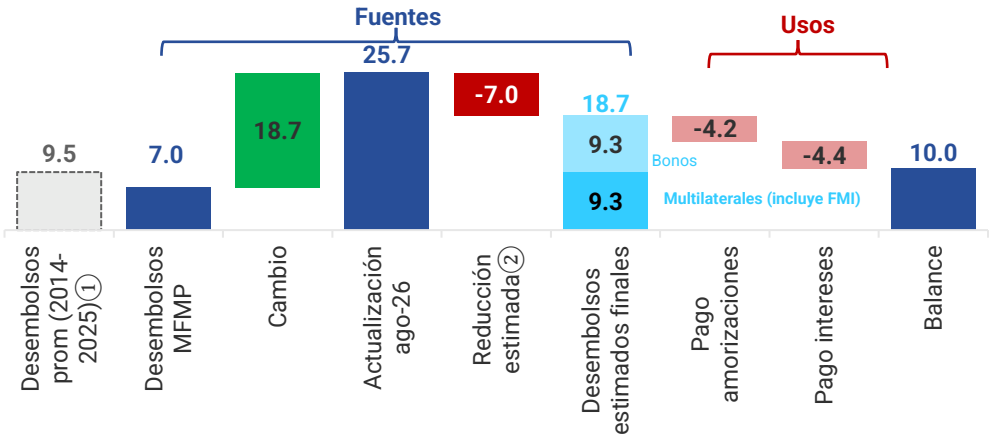
En el frente externo, el desafío es aún mayor. Entre 2014 y 2025, los desembolsos promediaron US$9.500 millones anuales, expresados en dólares de 2027. Frente a los US$7.000 millones previstos en el MFMP, **la actualización presupuestal elevó la programación a US$25.700 millones, equivalente a 2,7 veces el promedio histórico y US$18.700 millones por encima de lo inicialmente proyectado**.

Con el ajuste fiscal, **estimamos que los desembolsos externos podrían reducirse en US$7.000 millones, hasta US$18.700 millones**. Este escenario supone concentrar cerca del 80% de la reducción del financiamiento en fuentes externas, aprovechando el alivio que las OMD proporcionarían en el mercado local. Aun así, los desembolsos externos prácticamente duplicarían el promedio histórico y superarían en US$11.700 millones lo previsto en el MFMP (Gráfico 4).

Más allá del financiamiento, estos desembolsos también podrían tener un efecto paralelo importante sobre el mercado cambiario. De los US$18.700 millones estimados, US$4.200 millones se destinarían a amortizaciones y US$4.400 millones al pago de intereses, dejando un flujo neto potencial cercano a US$10.100 millones. Estos recursos podrían utilizarse para prefinanciar obligaciones, acumular liquidez o eventualmente monetizarse, generando una mayor oferta de divisas. Sin embargo, este efecto no sería automático y dependería de los desembolsos efectivos, las coberturas cambiarias y las decisiones de tesorería del Gobierno.

**Gráfico 4. Fuentes y usos de financiamiento externo 2027, con ajuste parcial.**

**Cifras en miles de millones de dólares**




*Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.*

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

*①Desembolsos promedio 2014 – 2025 en billones de pesos y miles de millones de dólares de 2027*
*②El ajuste corresponde a la reducción estimada con el ajuste parcial propuesto del 1,6% del PIB a los desembolsos frente a los montos contemplados con la actualización del Plan Financiero.*

## Financiamiento condicionado a la credibilidad fiscal

Ante la magnitud excepcional de las necesidades de financiamiento externo, profundizar el diálogo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) pasó de ser una alternativa a convertirse en una necesidad. Los acercamientos comenzaron con la visita a Colombia, entre el 25 y el 28 de septiembre, del Subdirector Gerente del organismo, quien expresó su disposición a respaldar un programa de reformas diseñado por el país y destacó la importancia de un ajuste fiscal oportuno y creíble para fortalecer la confianza y reducir los costos de financiamiento. Por su parte, el Gobierno solicitó adelantar la Consulta del Artículo IV y una delegación técnica del Ministerio de Hacienda sostuvo conversaciones en Washington entre el 6 y el 9 de octubre. Sin embargo, aún no se conocen el instrumento, el monto ni las condiciones de un eventual acuerdo.

**Un eventual acuerdo podría reducir la dependencia de emisiones externas de mercado y abaratar una parte del financiamiento, pero su principal aporte sería respaldar la credibilidad del ajuste fiscal y facilitar el acceso a otras fuentes.** Los instrumentos del FMI suelen atender necesidades reales o potenciales de balanza de pagos y no deben interpretarse como una fuente ordinaria e incondicional para financiar el presupuesto.

De esta manera, tras la cancelación de la Línea de Crédito Flexible (LCF) en octubre de 2025, dos instrumentos podrían resultar relevantes. La Línea de Precaución y Liquidez (LPL), con acceso de hasta 300% de la cuota por año (cerca de US$8.300 millones), está dirigida a economías con fundamentales sólidos, pero con vulnerabilidades que les impiden acceder a la LCF. Exige, entre otros criterios, finanzas públicas sólidas, deuda sostenible, acceso estable a los mercados y un ajuste macroeconómico creíblemente iniciado cuando exista una necesidad importante de corrección, siendo así el instrumento precautorio más favorable, pero también el de acceso más exigente. Una segunda alternativa sería un Acuerdo Stand-By (SBA), que puede utilizarse de manera precautoria, pero incorpora criterios cuantitativos de ejecución, revisiones periódicas y acceso escalonado a los recursos; ofrecería mayor flexibilidad frente a los criterios de entrada de la LPL, a cambio de una condicionalidad posterior más explícita y de una señal menos favorable para los mercados.

**En cualquiera de los casos, el financiamiento del FMI podría facilitar la transición y reducir parte de la presión sobre las emisiones externas, pero no sustituiría la consolidación fiscal.** El instrumento, el monto y el calendario dependerán de la evaluación del marco macroeconómico y de la capacidad del Gobierno para presentar una senda verificable de reducción del déficit y estabilización de la deuda.

## Implicaciones de mercado: la credibilidad fiscal fijará el precio de los TES

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El sinceramiento del PGN cambió el foco del mercado: de la magnitud del déficit a la credibilidad del ajuste y a la capacidad de financiarlo sin tensionar en exceso las tasas de la deuda pública y el tipo de cambio. La estrategia de 2027 distribuirá sus efectos entre ambos frentes: más fuentes internas preservarían una deuda concentrada en pesos, pero exigirían una capacidad de absorción superior. Por otra parte, más bonos externos y multilaterales aliviarían la oferta local, a costa de mayor exposición al tipo de cambio y a las condiciones financieras internacionales.

En la curva de TES, el costo de la oferta se concentraría en la parte media y larga de la curva, donde la mayor emisión ($144,9 billones, 6,6% del PIB), el traslado de vencimientos por las OMD y la prima fiscal exigirían una mayor compensación en la tasa. El tramo corto podría beneficiarse del inicio de la flexibilización monetaria en el segundo semestre de 2027. Por ello, mantenemos el sesgo de empinamiento, con tasas de los TES tasa fija cero-cupón proyectadas a 10 años de 13,6% al cierre de 2026 y 13,1% al de 2027, frente a 11,4% y 10,9% a 2 años. El principal riesgo para estas proyecciones es una absorción insuficiente de las subastas en 2027, condicionado al ajuste fiscal que se termine realizando.

En divisas, la caja neta potencial cercana a US$10.000 millones aumentaría transitoriamente la oferta de dólares si se monetizara, por lo cual esperaríamos que el USDCOP se mantenga en torno a $3.300. El impacto dependerá del calendario de desembolsos, las coberturas y la tesorería. En los bonos externos el efecto sería menos directo, pues aún no se conoce si las emisiones serán títulos nuevos o reaperturas.

En síntesis, la corrección de 2027 es apenas el primer paso de un ajuste que puede tomar varios años y que, según el Gobierno, debe conducir a un balance positivo. Entretanto, incluso con un ajuste parcial, la deuda neta alcanzaría un máximo histórico de 65,7% del PIB y el mercado deberá absorber una oferta superior a la histórica. Mientras no haya evidencia de ejecución, el mercado seguirá cobrando la factura del sinceramiento en tasas; cuando la haya, la curva será el primer lugar donde se reconozca.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

14 de octubre de 2026

# Tasas altas en ambos frentes: alivio parcial en Tesoros, presión persistente sobre los TES

- La Reserva Federal devolvió a los Tesoros americanos a máximos del año: el aumento de 25 puntos básicos (pbs) en la tasa de política coincidió con una desvalorización promedio de 52 pbs en septiembre; las referencias a dos y 10 años cerraron en 4,89% y 5,29%, respectivamente.
- Octubre comenzó con menor presión monetaria, pero sin alivio en la parte larga: al 8 de octubre, la OIS y el Tesoro a dos años corrigieron tras la menor creación de empleo, mientras las tasas largas permanecieron estables o aumentaron, generando un empinamiento de la curva.
- En Colombia, durante septiembre los TES tasa fija y UVR extendieron las desvalorizaciones al aumentar cerca de 23 y 21 pbs, respectivamente. Al corte de la primera semana de octubre, las curvas de TES en tasa fija y UVR acumulaba una ligera valorización promedio de cuatro y dos pbs frente al cierre de septiembre, respectivamente.
- El CDS colombiano corrigió marginalmente, pero en menor magnitud que el promedio regional. Al 7 de octubre, el CDS de Colombia cayó cuatro pbs, hasta 165 pbs, mientras el promedio LatAm excluyendo Colombia disminuyó seis pbs. La brecha relativa se amplió levemente desde 81 hasta 83 pbs, ante la incertidumbre fiscal.
- La demanda local continúa siendo el principal soporte de los TES. En septiembre, los fondos de pensiones y cesantías compraron $6,3 billones y acumularon adquisiciones por $48,7 billones en el año. Los extranjeros regresaron al lado comprador con $822 mil millones, pero todavía acumulan ventas por $12,7 billones en 2026.
- Las ventas del mes se concentraron en corporaciones financieras y el Ministerio de Hacienda. Las corporaciones financieras redujeron sus tenencias en $2,0 billones, mientras el Ministerio vendió $1,1 billones.

## Mercado internacional

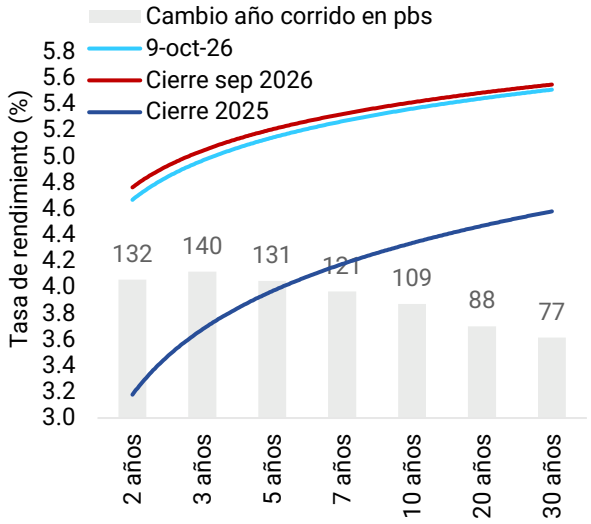
En septiembre, la curva de Tesoros americanos registró una desvalorización generalizada, con un aumento promedio cercano a 52 puntos básicos (pbs). La presión estuvo concentrada en los tramos cortos y medios: las tasas de los títulos a dos, tres y cinco años aumentaron 54, 58 y 58 pbs, respectivamente, mientras la referencia a 10 años subió 54 pbs. Este movimiento llevó los rendimientos a dos y 10 años hasta 4,89% y 5,29%, respectivamente. En lo corrido de 2026, la curva acumula una desvalorización promedio cercana a 114 pbs, con incrementos superiores a 130 pbs en los nodos de dos, tres y cinco años.

Esta corrección coincidió con el aumento de 25 pbs en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal en su reunión de septiembre. El FOMC elevó por unanimidad el rango objetivo de la tasa de fondos federales hasta 3,75%-4,00%, argumentando que la actividad continuaba expandiéndose a un ritmo sólido y que la inflación permanecía elevada.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

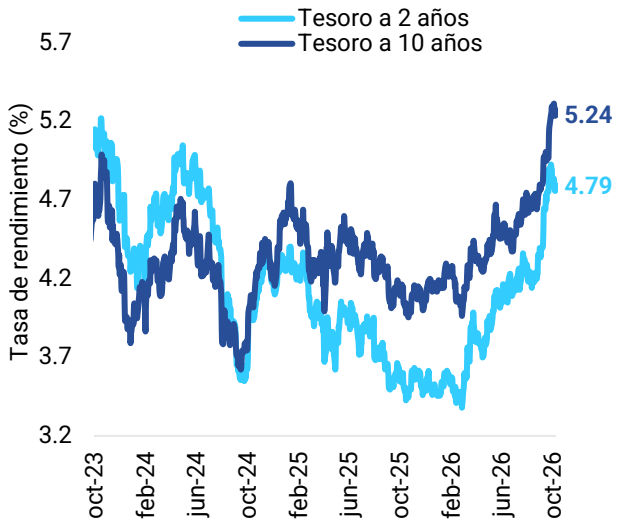
**Informe realizado por:** Dirección de Macroeconomía y Mercados

**Gráfico 6. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos**




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.*

**Gráfico 7. Tesoros americanos a 2 y 10 años**



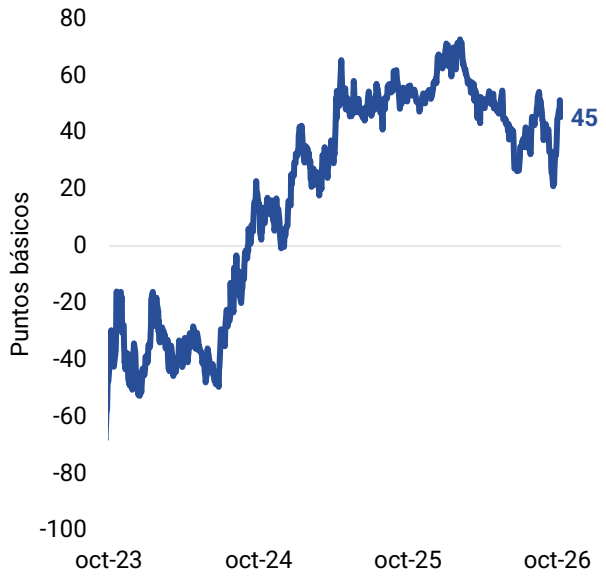

*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.*

En los primeros días de octubre, sin embargo, la curva ha registrado señales de estabilización. Al 9 de octubre, los rendimientos disminuyeron 10 pbs en el nodo de dos años, siete pbs en el de tres y cinco años. Con ello, la curva registra una valorización promedio de siete pbs durante la primera semana de octubre.

La corrección de la parte corta coincidió con una moderación de las tasas OIS. Al 9 de octubre, la OIS a un año había disminuido seis pbs frente al cierre de septiembre, hasta 4,44%, mientras la referencia a dos años había caído nueve pbs, hasta 4,61%. El movimiento continúa siendo pequeño frente al ajuste acumulado durante septiembre, pero introduce una diferencia relevante entre la expectativa sobre la política monetaria y la parte larga de la curva: el mercado redujo marginalmente la trayectoria implícita de la Fed, mientras los rendimientos de largo plazo permanecieron estables o aumentaron. Lo cual muestra el choque de dos grandes fuerzas: i) en el corto plazo las tasas siguen reaccionado a las variables de alta frecuencia como la debilidad del empleo en septiembre; y ii) en el largo plazo, los rendimientos incorporan una mayor prima de riesgo por las tensiones fiscales y las presiones inflacionarias.

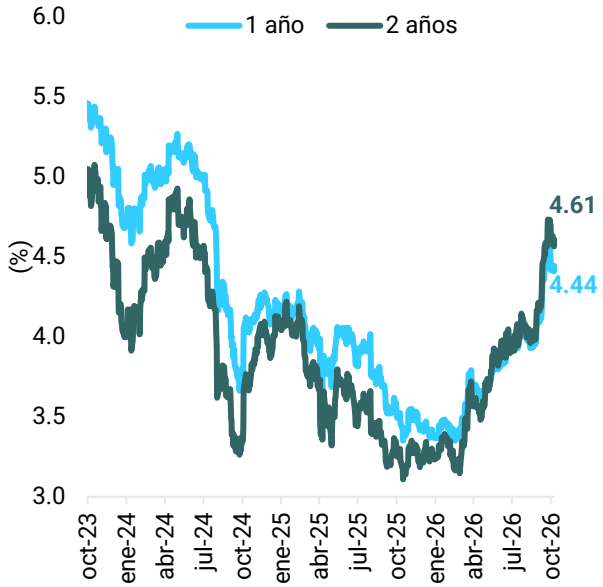
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

**Gráfico 8. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2-10 años)**




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.*

**Gráfico 9. OIS a 1 y 2 años (Tasa de política monetaria implícita de la Fed)**




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.*

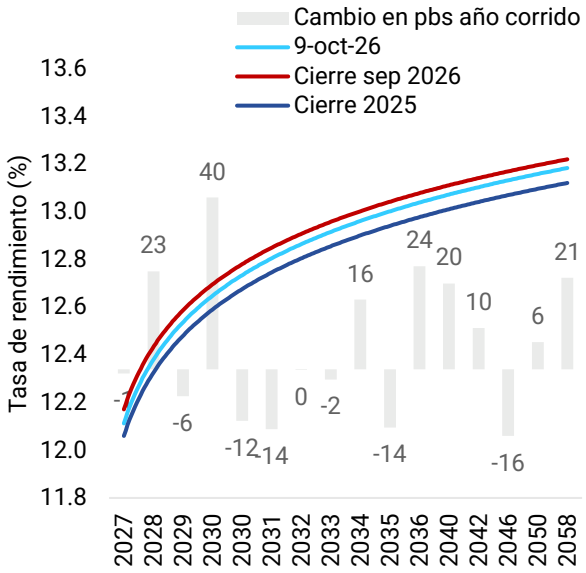
## Mercado local

En Colombia, durante septiembre los TES tasa fija y UVR extendieron las desvalorizaciones al aumentar cerca de 23 y 21 pbs, respectivamente. Al corte de la primera semana de octubre, las curvas de TES en tasa fija y UVR acumulaba una ligera valorización promedio de cuatro y dos pbs frente al cierre de septiembre, respectivamente. El mercado local ha internalizado el sinceramiento de fiscal presentado por el gobierno, las señales positivas de los diálogos con el FMI y el resultado de las OMDs.

En lo corrido del año, la curva tasa fija acumulaba una desvalorización promedio cercana a seis pbs frente al cierre de 2025. Los TES 2027, 2028 y varias referencias largas registraban aumentos de tasas entre 29 y 45 pbs. Las referencias de 2030 y 2031 presentan las valorizaciones más altas de 12 y 14 pbs, respectivamente. La lectura agregada es que la corrección se ha concentrado progresivamente en la parte media, mientras el tramo largo conserva altas presiones por las condiciones financieras externas y la incertidumbre fiscal local.

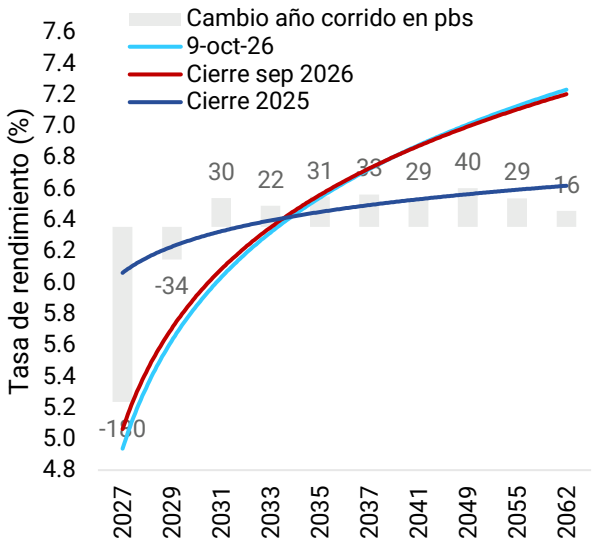
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana*

**Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES en UVR**




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana*

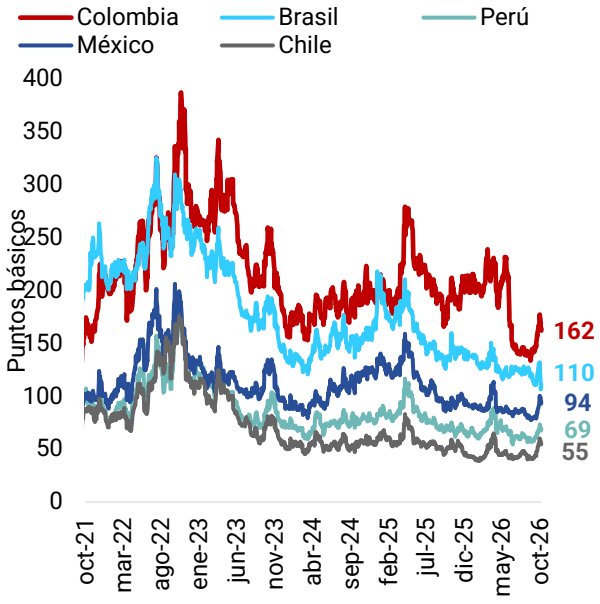
Por su parte, la prima de riesgo ofrece un matiz adicional. Al 7 de octubre, el CDS a cinco años de Colombia había disminuido cuatro pbs frente al cierre de septiembre, hasta 165 pbs. Sin embargo, Brasil registró una compresión de 22 pbs y el promedio regional excluyendo Colombia cayó seis pbs, hasta 81 pbs. Como resultado, la brecha de Colombia frente a sus pares aumentó marginalmente desde 81 hasta 83 pbs. La compresión absoluta del CDS colombiano no se tradujo, por tanto, en una mejora relativa frente a la región.

En lo corrido de 2026, Colombia mantiene una reducción de 45 pbs en el CDS, superior a la compresión promedio de cuatro pbs de LatAm excluyendo Colombia. No obstante, esa lectura está influenciada por la caída de 30 pbs en Brasil, mientras México y Chile todavía registran incrementos frente al cierre de 2025. La convergencia colombiana observada durante el primer semestre no se ha revertido completamente, pero perdió velocidad desde agosto y septiembre.

De cara a los próximos meses, la parte corta continuará vinculada principalmente con la trayectoria de BanRep, las OMD y la aprobación del proyecto de ley de Rescate Fiscal. Los activos financieros en el país han descontado una alta proporción las señales positivas que ha dado el gobierno y el Ministerio de Hacienda. Hacia adelante, dependerá de la realización y lo que pueda lograr el gobierno con el trámite de este proyecto de ley en el Congreso.

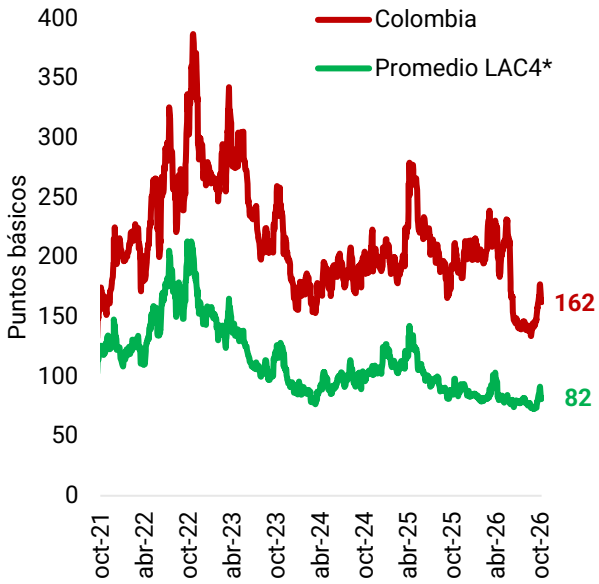
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

## Gráfico 12. CDS a 5 años de Colombia vs LAC4*




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana. *LAC4: Brasil, México, Perú y Chile*

## Gráfico 13. CDS a 5 años de Colombia vs LAC4*




*Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana. *LAC4: Brasil, México, Perú y Chile*

## Tenedores de TES: AFPs extienden sus compras y extranjeros regresan marginalmente

En septiembre, los fondos de pensiones y cesantías volvieron a liderar las compras netas de TES, con adquisiciones por $6,3 billones. Les siguieron las compañías de seguros y capitalización, con $1,6 billones, las compañías de financiamiento comercial, con $1,4 billones, y las entidades públicas, con $1,0 billones. Los fondos de capital extranjero también registraron compras por $822 mil millones, después de haber sido vendedores netos durante agosto. Con este resultado, las AFPs elevaron su participación hasta 31,6% del stock total y consolidaron su posición como principal tenedor de deuda pública interna.

La demanda mensual mostró una composición predominantemente institucional. Además de AFPs y aseguradoras, las instituciones oficiales especiales compraron $568 mil millones, los proveedores de infraestructura $316 mil millones y las carteras colectivas $240 mil millones. La participación conjunta de AFPs, aseguradoras y carteras colectivas alcanzó 47,9% del stock, lo que evidencia el peso del ahorro institucional local en la estructura de demanda.

En contraste, las ventas se concentraron en corporaciones financieras y agentes públicos. Las corporaciones financieras redujeron sus tenencias en $2,0 billones, mientras el Ministerio de Hacienda vendió $1,1 billones. También registraron ventas las comisionistas de bolsa, por

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

$517 mil millones; la fiducia pública, por $376 mil millones; y los bancos comerciales, por $159 mil millones. La venta mensual de bancos fue reducida frente a las compras acumuladas durante el año.

El retorno de los inversionistas extranjeros al lado comprador constituye un cambio frente al mes anterior, pero todavía no es suficiente para establecer un giro estructural. Los fondos offshore compraron $822 mil millones en septiembre, pero mantienen ventas netas por $12,7 billones en 2026 y su participación se ubicó en 18,7% del stock total. Será necesario observar flujos compradores persistentes durante varios meses para concluir que la reducción de exposición externa comenzó a revertirse.

En el balance año corrido, las AFPs acumulan compras por $48,7 billones y constituyen ampliamente la principal fuente de demanda. Les siguen las compañías de seguros, con $13,8 billones; las carteras colectivas, con $13,1 billones; los bancos comerciales, con $10,1 billones; y el Banco de la República, con $5,5 billones. En conjunto, AFPs, aseguradoras, carteras colectivas y bancos acumulan adquisiciones cercanas a $85,8 billones durante 2026.

En sentido contrario, los fondos extranjeros concentran las mayores ventas acumuladas, por $12,7 billones, seguidos por la fiducia pública, con $2,0 billones. Las corporaciones financieras pasaron a registrar ventas netas acumuladas por $52 mil millones después de la reducción de septiembre, mientras el Ministerio de Hacienda conserva compras año corrido por $2,3 billones pese a sus ventas mensuales.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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

| Tenedor | Compras Mensuales | Compras YTD | Participación del stock total |
|---|---|---|---|
| Fondos de pensiones y cesantías | 6,347 | 48,725 | 31.6% |
| Compañías de seguros y capitalización | 1,555 | 13,831 | 12.2% |
| Compañías de financiamiento comercial | 1,391 | 2,218 | 1.1% |
| Entidades públicas | 1,003 | 1,134 | 0.3% |
| Fondos de capital extranjero | 822 | -12,711 | 18.7% |
| Instituciones oficiales especiales | 568 | 1,425 | 3.6% |
| Proveedores de infraestructura | 316 | 365 | 0.3% |
| Carteras colectivas y fdos admn | 240 | 13,146 | 4.1% |
| Personas jurídicas | 88 | 1,407 | 0.6% |
| Personas naturales | 80 | 19 | 0.1% |
| Banco de la República | 26 | 5,463 | 6.0% |
| Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías | 14 | 1,179 | 0.3% |
| Entidades sin ánimo de lucro | 12 | -434 | 0.0% |
| Otros fondos | 5 | 15 | 0.0% |
| Cooperativas Grado Super. Caracter Finan | 0 | 0 | 0.0% |
| Fondos de prima media | -38 | 18 | 0.5% |
| Bancos comerciales | -159 | 10,143 | 14.6% |
| Fiducia pública | -376 | -2,006 | 4.5% |
| Comisionistas de bolsa | -517 | 108 | 0.3% |
| Ministerio de Hacienda y CP | -1,050 | 2,329 | 0.7% |
| Corporaciones financieras | -1,996 | -52 | 0.5% |

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

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

14 de octubre 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
felipe.espitia@corfi.com

**Mariapaula Castañeda**
*Analista Economías Suramérica*
(+57-601) 3538787 Ext. 6996
mpaula.castaneda@corfi.com

**Mateo Pardo**
*Analista Economías Centroamérica*
(+57-601) 3538787 Ext. 69628
mateo.pardo@corfi.com

**Julieta Espinosa**
*Estudiante en práctica*
(+57-601) 3538787
julieta.espinosa@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

## Análisis Sectorial y Sostenibilidad

**Fabián Osorio Quintero**
*Director de Sectores y Sostenibilidad*
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
cristhian.osorio@corfi.com

**Alejandra Gacha**
*Analista de Sectores y Sostenibilidad*
(+57-601) 3538787 Ext. 69964
alejandra.gacha@corfi.com

**Sofía Rodríguez**
*Analista de Sectores y Sostenibilidad*
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
angela.rodriguez@corfi.com

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

**Informe realizado por:** Dirección de Macroeconomía y Mercados

14 de octubre 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 RECOPILADA, 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.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA