

MARZO
16 DE 2026

No. 1695

EQUIPO DE INVESTIGACIONES

Presidente

José Ignacio López

Vicepresidente

Luz Magdalena Salas

Jefe de estudios macroeconómicos

Valentina Guio

Jefe de estudios sectoriales

Fabián Suárez

Investigadores

María Carolina Gutiérrez

María Paula Campos

Thomas Martínez

Daniel Aguilar

Luis Felipe González

Nicole Torres

ISSN 1794-2616

CON EL APOYO DE:



Deuda pública: el mercado cobra factura

- La deuda bruta del GNC alcanzó en 2025 uno de los niveles más altos desde 1999. Mientras que la deuda neta fue menor a la esperada por el Gobierno, debido a las operaciones de manejo de deuda.
- Preocupa la desvalorización generalizada de la curva de rendimientos de deuda pública con tasas que se ubican alrededor del 14%, en medio de restricciones de liquidez significativas.
- A pesar de esto, los flujos de inversión extranjera han continuado ingresando al país, pero su naturaleza sugiere que responden a incentivos transitorios lo que podría incrementar la vulnerabilidad ante cambios en el entorno macroeconómico.

DINÁMICA RECIENTE DE LA DEUDA PÚBLICA

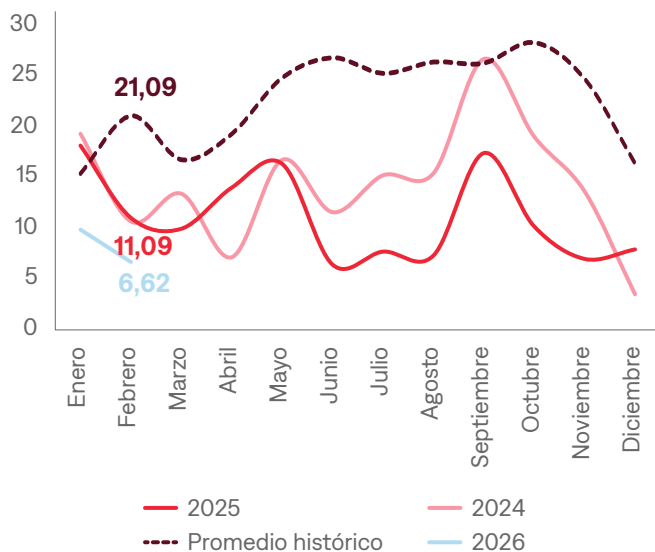
Durante 2025, la deuda bruta del Gobierno Nacional Central (GNC), que corresponde al total de pasivos financieros del Gobierno, ascendió a \$1.194 billones (64,4% del PIB) el nivel más alto desde 1999 y solo superado por el observado durante la pandemia, cuando alcanzó el 65% del PIB. De este total, la deuda interna representó el 45,3% del PIB -máximo de los últimos 26 años-, mientras que la deuda externa alcanzó el 19,1% del PIB.

Por su parte, la deuda neta, la cual excluye los activos financieros, cerró 2025 en 58,5% del PIB, por debajo del 61,3% proyectado por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo del 2025. Esta diferencia se explica en buena parte por las operaciones de manejo de deuda que se realizaron en el 2025 y seguirán en el 2026¹. No obstante, actualmente la deuda neta se ubica dentro de los niveles más altos del país desde 1999, solo comparable con los niveles observados durante la pandemia y al cierre del 2024, cuando alcanzó el 59% del PIB.

El elevado nivel de endeudamiento actual refleja un desequilibrio persistente entre los ingresos y los gastos del Gobierno. Esto se puede evidenciar en los saldos de

¹ Para conocer más a detalle sobre las operaciones de manejo de deuda y su impacto en el pago de intereses, lo invitamos a que lea nuestro Informe Semanal: Ajustes Financieros en Medio de Desequilibrios Persistentes en este link <https://www.anif.com.co/informe-semanal/ajustes-financieros-en-medio-de-desequilibrios-persistentes/>

Gráfico 1. Comportamiento del saldo de la DTN (billones de pesos)



Información a corte del 27 de febrero
Fuente: Banco de la República

las Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN), lo cual muestra los recursos disponibles en la caja de la Nación. Durante 2025, estos saldos alcanzaron mínimos históricos y de cara al 2026, el panorama parece no mejorar (ver Gráfico 1).

En lo que va del año, el máximo nivel de caja se registró a mediados de enero (\$19 billones) tras la colocación directa de bonos a PIMCO por \$23 billones, equivalente a cerca del 35% de la colocación de subastas de todo 2025. Actualmente el saldo se encuentra en \$6,6 billones, un 68% inferior al promedio histórico. De acuerdo con nuestras estimaciones, los pagos presupuestados por la Tesorería de un día equivalen en promedio a \$1,4 billones, y con la caja actual dichos recursos alcanzarían para un poco menos de 5 días de pagos de funcionamiento y deuda. Esta situación refleja las presiones de liquidez del Gobierno para hacer frente a sus obligaciones, lo que termina presionando la deuda pública.

Estas mayores presiones de caja no son un fenómeno aislado: es síntoma del mismo desequilibrio de ingresos y gastos.

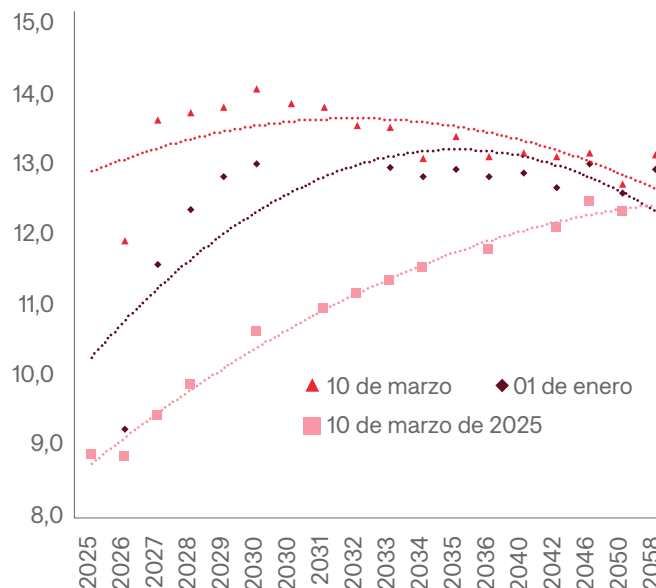
En un contexto de liquidez limitada, el Gobierno se ve obligado a salir al mercado a buscar financiamiento de forma más frecuente y como respuesta, el mercado exige mayores rentabilidades como pago por otorgar financiamiento.

Como resultado de esto y de la mayor emisión de títulos en el corto y mediano plazo, los títulos de deuda pública (TES) actualmente se negocian cerca del 14%, niveles similares a los observados en 2021. Lo preocupante es que, a diferencia de 2021 -cuando el aumento de tasas respondió al endurecimiento de la política monetaria-, los mayores rendimientos parecen reflejar las mayores presiones de liquidez evidenciado en un traslado de las primas de riesgo hacia los plazos donde se concentra las emisiones del Gobierno.

MAYORES COSTOS DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO

Para evaluar cómo percibe el mercado el panorama económico del país se puede observar el comportamiento de la curva de rendimientos de la deuda pública. Esta curva

Gráfico 2. Curva de rendimientos TES tasa fija (%)



Fuente: Banco de la República

muestra las tasas de interés que el mercado exige para prestar al Gobierno a diferentes plazos de endeudamiento, desde 0 a 3 años (corto plazo), 4 a 7 años (mediano plazo), y más de 10 años (largo plazo), y su comportamiento responde a decisiones de política monetaria y factores estructurales como las perspectivas fiscales, crecimiento económico e inflación.

Actualmente, la curva de rendimientos evidencia una desvalorización significativa frente a marzo de 2025 (Gráfico 2). Durante 2025, la ausencia de expectativas de endurecimiento de la política monetaria y la estrategia de recompra de bonos altamente descontados por parte de Crédito Público sostuvieron temporalmente los rendimientos en los plazos más largos. No obstante, a corte del 10 de marzo de 2026, los TES se han desvalorizado entre 200 y 400 puntos básicos en todos los tramos de la curva, situándose hoy entre 11,95% y 14,12% y superando incluso episodios de liquidez crítica de finales de 2025.

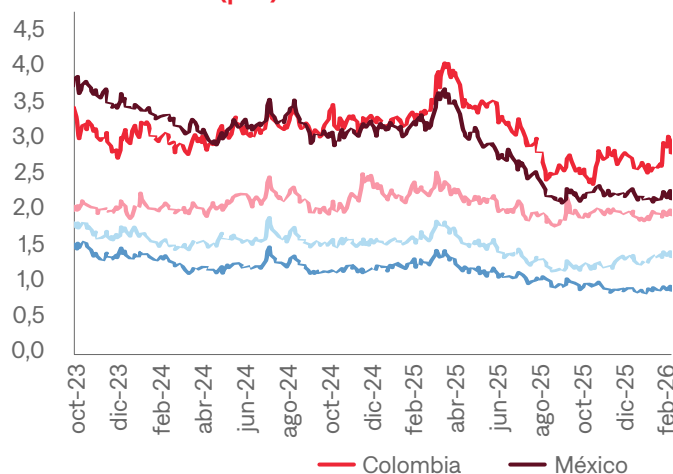
Sumado a la desvalorización, en días recientes la curva de rendimientos incluso se ha invertido. Actualmente, las tasas más altas se concentran en el tramo medio (2029 - 2035), por encima de los bonos a 2050 y 2058. Esto no es casualidad: es precisamente en ese horizon-

te donde se acumulan los vencimientos que fueron diferidos mediante las operaciones de manejo de deuda del 2025 y donde se ha focalizado la mayor parte de títulos subastados durante el año, lo que ha trasladado la prima de riesgo desde los tramos largos hacia el segmento medio de la curva.

RIESGO SOBERANO ELEVADO FRENTE A ECONOMÍAS COMPARABLES

El aumento en los costos de endeudamiento refleja la mayor percepción de riesgo sobre Colombia. En lo corrido del año, el país ha registrado el EMBI más alto entre sus pares comparables, seguido de México, Brasil, Perú y Chile (ver Gráfico 3). Si bien en términos absolutos el indicador de Colombia ha caído frente a los 330 pbs de marzo de 2025, la comparación regional revela un deterioro relativo: mientras México redujo su prima de riesgo en más de 100 pbs en el último año, Colombia solo lo hizo en 52 pbs. Sumado a esto, las tasas de interés de los bonos a 10 años están cerca de alcanzar los de Brasil (ver Gráfico 4), en medio de presiones de liquidez, incertidumbre preelectoral y la ausencia de un plan de ajuste fiscal creíble.

Gráfico 3. Comportamiento del EMBI en países de Latinoamérica (pbs)



Nota: El EMBI es un índice calculado por JP Morgan que muestra la diferencia entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares de cada país y los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Banco Central de la Reserva de Perú. Datos a corte del 10 de marzo de 2026.

Gráfico 4. Rendimientos de la deuda pública local 10Y (promedio mensual %)

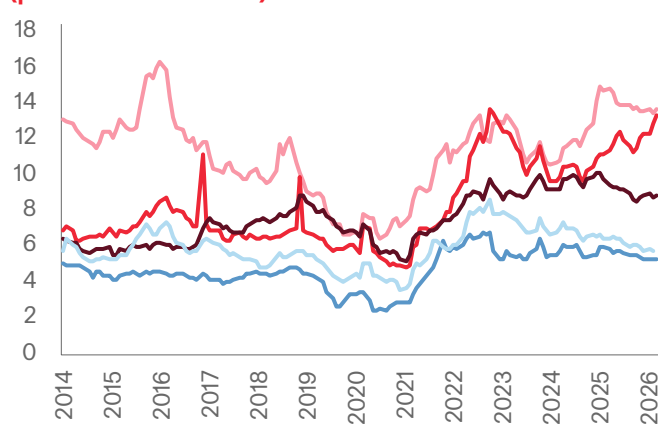
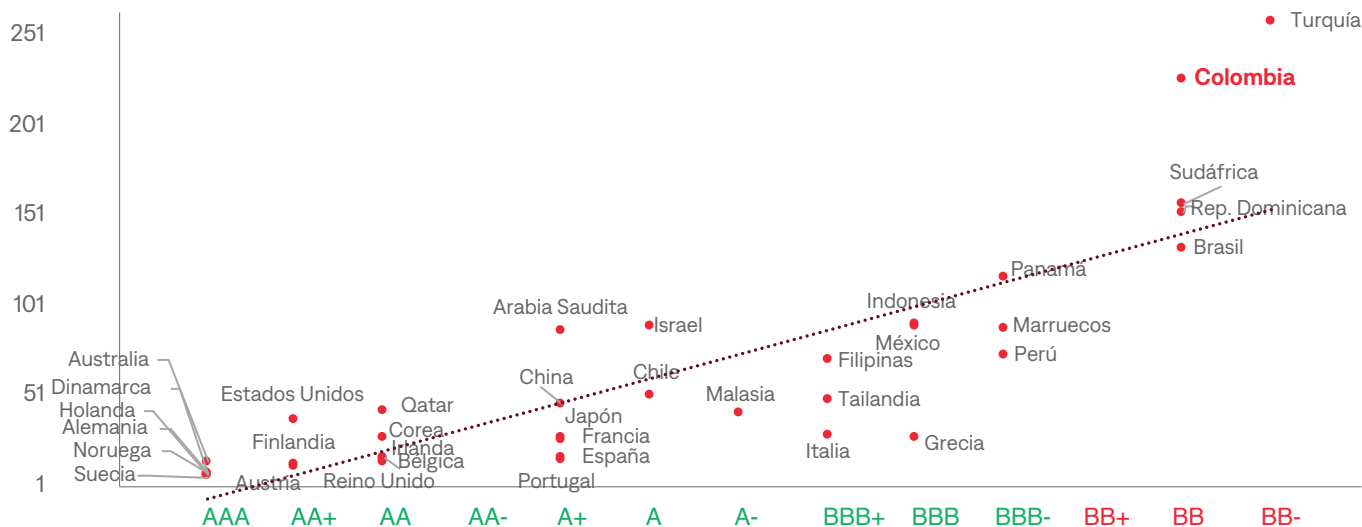


Gráfico 5. Calificaciones crediticias vs. Credit Default Swaps (CDS) 5 años (pbs)



Fuente: Bloomberg, S&P. Actualizado al 9 de marzo de 2026.

El riesgo soberano de mediano plazo de Colombia supera al de países con calificaciones crediticias similares. El gráfico 5 muestra que, si bien Colombia comparte una calificación crediticia con países como Brasil, República Dominicana y Sudáfrica, el Credit Default Swap a 5 años de Colombia, el cual es un instrumento derivado que utilizan los inversionistas como seguro contra el impago de la deuda pública, está casi 92 pbs más alto que el de estos países, rondando niveles de 225 pbs. Incluso dicho comportamiento está lejos de asimilarse a los países pares como Perú, Chile y México y en contraste se asimilar a Turquía que tiene una menor calificación crediticia y CDS en niveles de 258 pbs.

ALTAS TASAS SIGUEN ATRAYENDO FLUJOS EXTRANJEROS

A pesar del panorama fiscal y la incertidumbre de cara a las elecciones de 2026, las tasas de interés en Colombia continúan siendo atractivas para los inversionistas extranjeros, pero con algunos matices. Los fondos de capital extranjero han aumentado de manera importante su participación en el mercado de deuda pública, registran-

do compras de \$8,8 billones durante febrero de 2026- el máximo histórico si se excluye septiembre y diciembre de 2025- y llegando a representar cerca del 23% del total de la deuda. Dicho comportamiento está influenciado por operaciones directas con inversionistas extranjeros como la conformación del Total Return Swap (TRS) a mediados del año pasado en el que Crédito Público desembolsó cerca de \$33,6 billones en títulos de corto y largo plazo a seis bancos extranjeros y la colocación directa de \$23 billones a PIMCO a finales de 2025.

A pesar del aumento en las primas de riesgo y la elevada volatilidad de los títulos de deuda, los flujos de capital extranjero hacia el país continúan creciendo. Durante 2025 se registraron entradas netas de \$13.922 millones de dólares en inversión extranjera de portafolio, representando un máximo histórico desde 2014, y evidenciando entradas significativas en el segundo semestre del año cuando se realizaron las operaciones puntuales con inversionistas extranjeros. Este comportamiento sugiere que la entrada de flujos al país se caracteriza por ser capitales golondrina los cuales entran por las altas tasas de interés, pero salen con rapidez del país ante cambios en el entorno o las condiciones de mercado.

CONCLUSIONES

En adelante, el reto será establecer un plan fiscal estructural que ancle la confianza inversionista. Que los costos de la deuda bajen, depende no solo de lo que pase con la política monetaria en los próximos años sino también de la credibilidad que tenga el mercado sobre un ajuste fiscal creíble y cambios estructurales en los problemas de las finanzas públicas.

Frente a esto, el Gobierno ya dio a conocer el Plan Financiero 2026 en el cual espera para este año que el balance primario se ajuste en 1,4 puntos porcentuales del PIB, pasando de -3,5% en 2025 a -2,1%. Sin embargo, este escenario no luce factible en la medida que no

se detallan medidas concretas para ajustar el gasto. A esto se suma que el escenario fiscal continúa expuesto a riesgos macroeconómicos y fiscales, como menores ingresos tributarios, choques externos o presiones adicionales de gasto, que podrían deteriorar nuevamente el balance fiscal y aumentar las necesidades de financiamiento del país.

En este contexto, el costo de la deuda se convierte en una señal clara de cómo el mercado percibe la sostenibilidad de las finanzas públicas. Mientras no haya señales creíbles de consolidación fiscal, es probable que Colombia continúe enfrentando tasas de interés relativamente altas frente a sus pares, encareciendo cada vez más el financiamiento del Gobierno.

INDICADORES ECONÓMICOS

		\$MM(1)	CAMBIO PORCENTUAL ANUAL			
	Fecha de corte	27 febrero 2026	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		220.631	11,6	11,5	12,2	13,0
2. Base monetaria (B)		191.556	14,6	12,0	15,9	14,1
3. Efectivo		148.549	14,0	13,0	15,0	19,7
4. Cuentas corrientes		72.082	7,0	8,4	7,2	2,0
5. Cuasidineros		724.402	14,2	10,6	10,6	6,9
6. Total ahorro bancos comerciales		367.251	18,0	12,0	11,1	6,3
7. CDTs		356.946	10,3	9,2	10,2	7,6
8. Bonos		19.300	-8,9	-9,0	-12,2	-24,5
9. M3		993.893	13,3	11,6	10,7	7,5
10. Cartera total		710.646	9,8	8,7	7,5	3,6
11. Cartera moneda legal		694.831	10,2	9,2	8,3	3,4
12. Cartera moneda extranjera		15.815	-5,3	-8,8	-20,6	12,0
13. TES®	13-mar-26	691.320	17,8	16,7	10,6	14,4
14. I.P.C.	Feb		5,29	5,35	5,30	5,28
15. IPC sin alimentos	Feb		5,16	5,41	5,20	5,44
16. IPC de alimentos	Feb		5,84	5,11	5,74	3,52
17. TRM (\$/US\$)	Mar16	3.685,53	-10,17	-10,92	-11,72	5,61
VALORES ABSOLUTOS						
18. Reservas internacionales®			67.424	66.930	66.171	63.594
19. Saldo de TES (\$MM)			691.320	668.867	641.333	587.018
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Mar16		#N/D	\$ 398,5	\$ 397,0	\$ 382,7
21. DTF efectiva anual	9-mar/22-mar		9,82	9,82	8,86	9,41
22. Tasa interbancaria efectiva	Mar12		10,24	10,25	9,23	9,50

FECHAS CLAVE Marzo 16 al 20 de 2026

LUNES 16
Colombia: Índice de producción industrial, enero
Perú: Tasa de desempleo, febrero

MARTES 17
Zona Euro: Confianza inversora, marzo

MIÉRCOLES 18
Colombia: Indicador de Seguimiento a la Economía, enero
EE.UU: Índice de Precios al Productor, febrero
EE.UU: Decisión de tasas de interés
Brasil: Decisión de tasa de interés
Japón: Decisión de tasa de interés

JUEVES 19
Colombia: Importaciones, enero
Zona Euro: Decisión de tasa de interés
Reino Unido: Decisión de tasa de interés

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 13 de marzo, último corte disponible.
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.