



Deuda pública
Mercado de TES

Ya vi, ahora sí creo

Agosto 28 de 2025

Autores:

Camila Martínez K.

P.S. – Mercados Financieros

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Los bonos soberanos a nivel mundial, en el balance, registraron valorizaciones en agosto. A pesar de unos crecientes riesgos inflacionarios, especialmente en EEUU, la Fed abrió la puerta a un recorte en las tasas de política tan pronto como en septiembre que han alimentado el apetito por la renta fija internacional. Los anuncios del Tesoro de EEUU de moderar la oferta de bonos de largo plazo también han liberado presiones sobre los rendimientos de la deuda global.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, completaron 3 meses consecutivos en terreno positivo. Las compras estuvieron concentradas en acciones, en línea con un mayor apetito por riesgo de los inversionistas, pero las compras netas en el acumulado de 2025 siguen concentradas en títulos de deuda que ofrecen un rendimiento relativamente más atractivo y seguro. La información preliminar de agosto sugiere continuidad en este apetito por deuda emergente, principalmente de LATAM.

En el plano local, las OMD que viene realizando crédito público, en el marco de su nueva estrategia de financiamiento, le siguen generando ahorros importantes a la Nación en 2025, según nuestros cálculos del orden de COP 10.8 billones (0.6% del PIB). Estas OMD mantienen presiones sobre la posición de caja del Gobierno, pero se espera que se moderen en los próximos meses. La Nación también inició su operación de crédito con la banca externa mediante TRS, realizando recompras de bonos Globales a través de dichos bancos que permitirán reducir el saldo de la deuda sin generar presiones de caja.

La razón entre deuda pública y PIB sigue anotando máximos históricos, pero es de esperar que esta tendencia cambie de signo en el corto plazo gracias a las OMD. Las fuertes ventas de TES de inversionistas extranjeros se revirtieron en agosto y el apetito por títulos de mayor duración de los inversionistas locales aumentó, en línea con mejoras en la percepción de riesgo-país.

En este entorno, los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y la demanda por TES en el mercado primario se mantuvo relativamente fuerte. Los TES COP registraron valorizaciones, especialmente aquellos títulos de más largo plazo que han sido sujetos en las recientes operaciones de canje. La curva TES UVR también registró un movimiento bajista, especialmente títulos de larga duración.

Contexto internacional

Los bonos soberanos a nivel mundial, en el balance, registraron valorizaciones en agosto, impulsados por una mayor demanda de los inversionistas hacia títulos relativamente más seguros y con mayor rentabilidad. Esto ocurre en medio de unos crecientes riesgos inflacionarios, especialmente en EEUU y algunos países de Europa, que se conjugan con niveles cada vez más altos de endeudamiento público.

En EEUU, el Departamento del Tesoro anunció un cambio en la estrategia de emisión de bonos para lo que resta de 2025, dándole ahora mayor ponderación a la oferta de títulos de duraciones cortas. El objetivo de esta estrategia es reducir los costos de financiamiento de la deuda de más largo plazo y aprovechar la elevada demanda por papeles de baja duración, pero de mayores rendimientos. Lo anterior, junto con el anuncio de un aumento en la frecuencia de recompras de Tesoros del tramo de largo plazo, liberaron presiones a las tasas de interés de los mercados de deuda pública a nivel global.

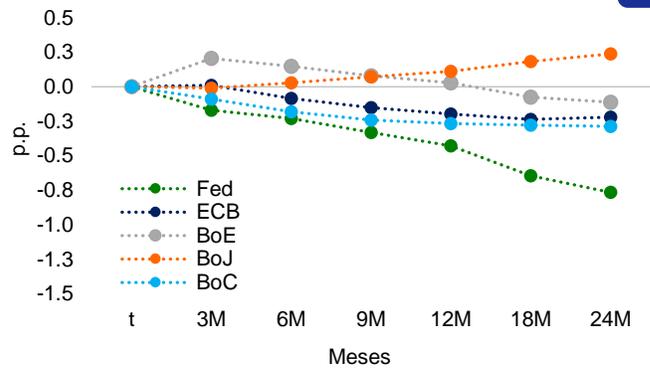
Las renovadas expectativas de recortes de tasas de interés de la Fed, que apuntan a movimientos bajistas tan pronto como en su próxima reunión de septiembre, también influyeron en este comportamiento de las tasas de interés de los bonos soberanos. Tras el reciente simposio de Jackson Hole, el lenguaje de la Fed sugiere preocupaciones alrededor del actual equilibrio del mercado laboral, por lo que se justificaría una postura monetaria menos restrictiva si bien los riesgos alcistas sobre la inflación no han desaparecido. De hecho, la misma Fed sigue advirtiendo que los efectos alcistas de los aranceles sobre los precios podrían ser más persistentes frente a lo anticipado.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, anticipan recortes de tasas de interés a partir del próximo mes y niveles terminales de tasas para 2025 en el rango 3.75% - 4%. El ciclo de flexibilización monetaria de la Fed para horizontes de 12 a 24 meses se percibe ahora más fuerte frente a otros faros monetarios del mundo (Gráfico 1).

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) no tomó decisión de tasas durante el mes de agosto y el mercado anticipa que el BCE mantendrá estables sus tipos de

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio Alemania, Reino Unido, Japón, Francia, Italia, España y Canadá.

interés al menos en un horizonte de 9 meses. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 4%, pero ante el reciente sorpresivo repunte de la inflación, las expectativas de tasas de política implícitas en el mercado también han reaccionado al alza.

El Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Canadá (BoC) mantuvieron sin cambios sus tasas de intervención en 0.5% y 2.75%, respectivamente. Las expectativas implícitas en los mercados anticipan que el BoJ dejará inalterada su tasa de interés al menos en un horizonte de 12 meses, y para el BoC los mercados proyectan estabilidad en las tasas para lo que resta de 2025.

En LATAM, el Banco Central (BC) de Brasil y el de Perú mantuvieron estables sus tasas de intervención en 15% y 4.5%, mientras que el BC de México la redujo en 25 pbs hasta 7.75%. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, en el balance, las tasas de los principales BC continuarían descendiendo durante los próximos 12 meses, aunque a un ritmo inferior al observado en años anteriores.

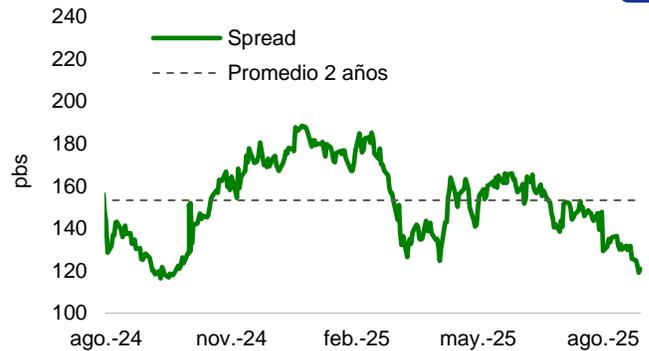
Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU disminuyeron en agosto y alcanzaron a operar en niveles cercanos al 4.2%. En contraste, las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron una tendencia alcista, especialmente los títulos de deuda de los mercados europeos (Gráfico 2).

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se redujo durante el último mes, alcanzando mínimos no vistos desde finales de 2024 (Gráfico 3). El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados se sigue frenando y en algunos casos, como el de Italia y Francia, ha comenzado a revertirse (Gráfico 4). No obstante, los niveles de este diferencial siguen siendo elevados, algo que es consistente con una persistente presión fiscal y mayores exigencias de prima a término.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también descendieron, en línea con el comportamiento de las tasas de referencia de la renta fija mundial (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

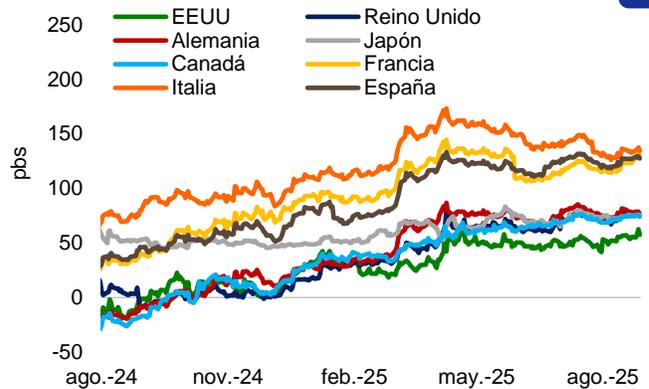
3



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

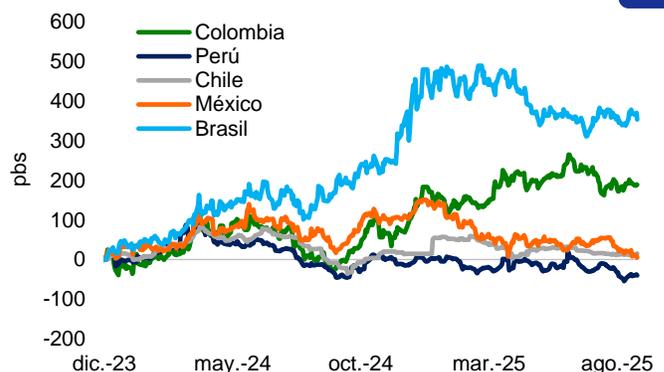
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2023.

grandes de LATAM sin Argentina (LA5) disminuyeron 13 pbs. La prima de riesgo-país de los países LA5 continuó descendiendo y se ubica en niveles por debajo a los observados el año pasado, con una única excepción que es Colombia (Gráfico 6).

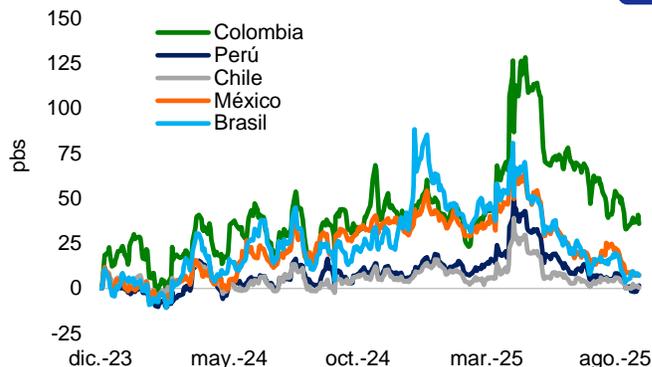
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron tres meses consecutivos en terreno positivo, impulsados por los fundamentos macroeconómicos resilientes en EM y por la continua debilidad del USD (ver “No apuestas contra el tío Sam” en [IMC – Julio de 2025](#)). Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en julio se registraron compras netas por USD 18,400 millones, una cifra superior a la entrada acumulada de todo 2T25 que fue de USD 11,900 millones (Gráfico 7).

Por clase de activos, y en línea con un mayor apetito por riesgo de los inversionistas, las compras de julio estuvieron concentradas en títulos de renta variable con una entrada mensual de USD 10,000 millones, mientras que por instrumentos de deuda se registraron compras netas por USD 8,400 millones. La información preliminar de agosto, según cifras de EPFR, sugiere un mayor apetito relativo hacia bonos, en línea con los rendimientos atractivos que ofrecen los títulos de deuda bajo la coyuntura actual.

En línea con lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos también sugieren que estas compras por activos EM se habrían acelerado en agosto. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por USD 18,600 millones. En el acumulado del año, la demanda extranjera por activos EM sigue concentrada en renta fija, mientras que en acciones se registran salidas por USD 14,200 millones.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

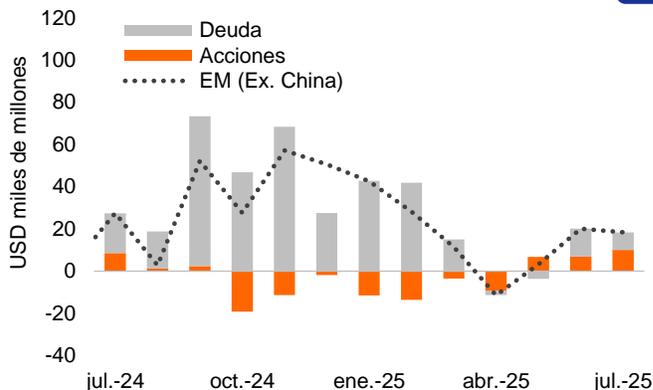
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2023.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

7



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Mercado local

En línea con lo que habíamos advertido en nuestro más reciente informe de deuda pública, los TES registraron en el balance leves valorizaciones en agosto dado un margen de ganancia previsiblemente estrecho (ver “Ver para creer” en [IMDP – Julio de 2025](#)). No obstante, los rendimientos de los TES con mayores vencimientos siguen descendiendo significativamente, favorecidos por la nueva estrategia de financiamiento del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) que ha despertado un buen apetito por duraciones largas en la curva.

Todo esto se ha dado en el marco de las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) del MHCP, que ha permitido mejorar el perfil de amortizaciones de la Nación y reducir la carga del servicio de la deuda en 2025. Esto último, según nuestros cálculos con cifras al corte de julio, ya equivale a una reducción del servicio de la deuda del Gobierno en cerca de 0.6% del PIB para 2025, en comparación con el año 2024 (COP 10.8 billones).

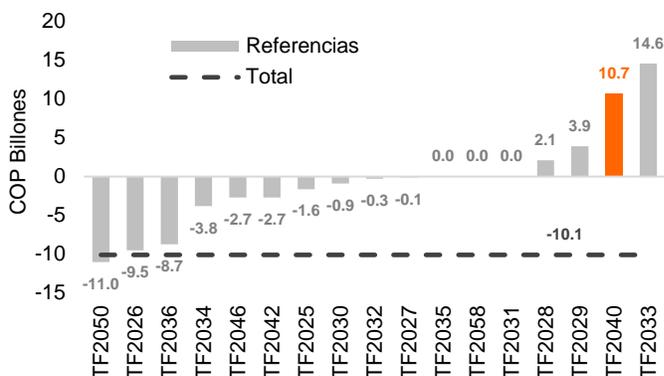
Bajo este contexto, en agosto se realizó un quinto canje explícito de deuda interna con los creadores de mercado, en el cual se retiraron de circulación TES2026, TES2027, TES2030, TES2034, TES2036, TES2042 y TES2050 por COP 15.4 billones, entregando en compensación TES2040 por COP 10.7 billones. Esto último tuvo como objetivo mejorar la liquidez de los TES2040 en el mercado secundario, convirtiendo esta referencia en la segunda que más se ha utilizado como entregable este año en los canjes de la deuda interna con TES COP después de los TES2033 (Gráfico 8).

Esta OMD permitió reducir el saldo de la deuda pública interna en COP 4.8 billones durante el último mes. Sumada a otras operaciones internas de la Dirección General de Crédito Público (DGCP) este año, incluidos los saldos en TES UVR, el Gobierno ha logrado una reducción acumulada de COP 10.5 billones del acervo de la deuda interna total, de los cuales COP 10.1 billones son la reducción en los saldos de TES COP.

La estrategia del Gobierno con estas OMD mantiene bajo presión la liquidez en COP del Gobierno. En efecto, el saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 22 de agosto de 2025 se situó en COP 7.3 billones, lo que representa una posición de caja muy por

Variación acumulada saldos TES COP en 2025

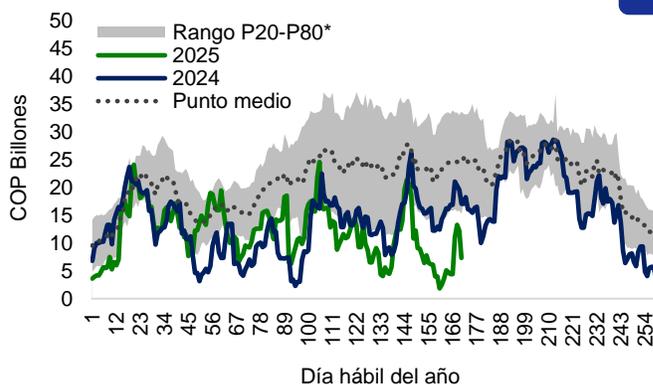
8



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

9



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Excluye el percentil 20 alto y bajo de la distribución en los últimos 10 años.

debajo de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9).

En los mercados externos, el MHCP realizó en agosto una OMD que consistió en la recompra de TES USD con vencimientos entre 2042 y 2061 que operaban a descuento, por un monto que ascendió a USD 2,958 millones (COP 11.8 billones). Esta operación también fue financiada con recursos provenientes de la DTN, ejerciendo presión adicional a la caja de la Nación.

Adicionalmente, la operación de crédito con la banca externa, mediante contratos *Total Return Swap* (TRS), inició oficialmente a través de una recompra de TES USD (bonos Globales) por parte de varios bancos a los tenedores de estos títulos, logrando de esta forma reducir el saldo flotante de la deuda externa y el pago de intereses. El efecto instantáneo de esta OMD sobre la posición de caja de la Nación y el mercado cambiario es nulo, pues el MHCP no paga ni recibe efectivo en USD ya que la recompra de los Globales la realizan directamente los bancos y no la Nación con sus disponibilidades. A la fecha de publicación de este informe, todavía no se conoce ni el monto de las compras de bonos de los bancos externos ni las tasas de interés que la Nación le pagará a los bancos en el TRS.

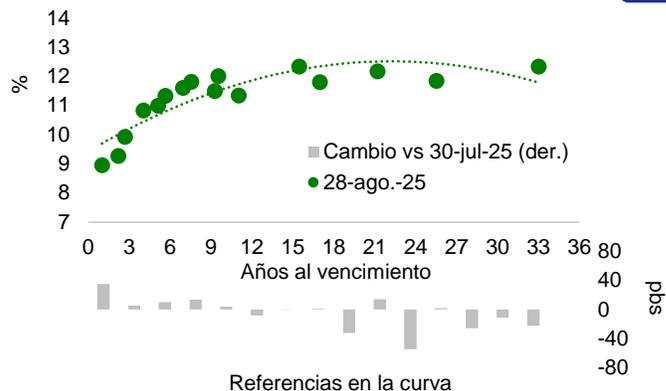
Consecuencia de todo lo anterior, así como por el incremento en el monto de las subastas competitivas anunciados recientemente por el MHCP, los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron. La demanda por TES de los inversionistas en el mercado primario se redujo levemente, mientras que la de los inversionistas extranjeros se ha recuperado en agosto tras las fuertes ventas de julio. Las fuertes compras del MHCP, ligadas a las OMD que viene ejecutando con el mercado, han compensado lo anterior.

En este entorno, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP disminuyó apenas 4 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe anterior (Gráfico 10). La pendiente de la curva continuó descendiendo desde máximos históricos hasta 239 pbs (Gráfico 11), pero se mantiene en niveles todavía altos que son consistentes con una mayor prima a término y un persistente deterioro fiscal.

En el tramo corto de la curva las desvalorizaciones en tasa fueron del orden de 20 pbs, principalmente afectado

Evolución mensual de la curva TES COP

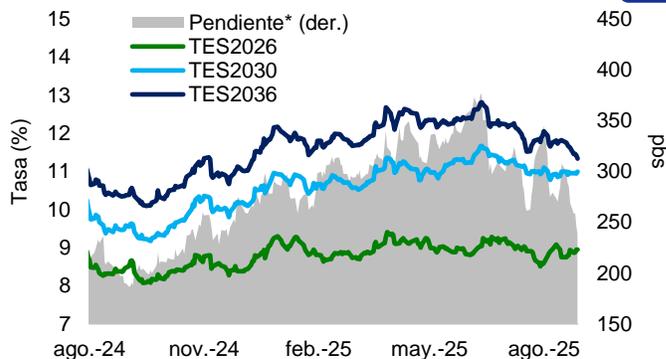
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

por un fuerte incremento de 35 pbs en las tasas de interés de los TES2026. Lo anterior estuvo en línea con la sorpresa alcista en el dato de IPC de julio y por la decisión de BanRep de mantener la tasa de intervención estable en 9.25%, algo que también fue sorpresivo para el mercado que descontaba un recorte de 25 pbs y afectó las expectativas de corto plazo de la tasa repo.

Las tasas de interés de los TCO disminuyeron en agosto hasta un promedio de 9.56%, en medio de una relativa mayor demanda por estos títulos. Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días también descendieron hasta niveles de 9.52%. Este movimiento mantuvo el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO en terreno casi neutral, lo que incrementa el atractivo relativo hacia TCO. Lo anterior contrastó con el movimiento de las tasas de los swaps IBR a 12 meses, las cuales aumentaron hasta 8.93%, alcanzando niveles máximos desde julio de 2024 y reflejó las expectativas de menores recortes de tasas del BanRep en el futuro cercano, lo que impulsó un mayor apetito de los inversionistas por estos instrumentos (Gráfico 12).

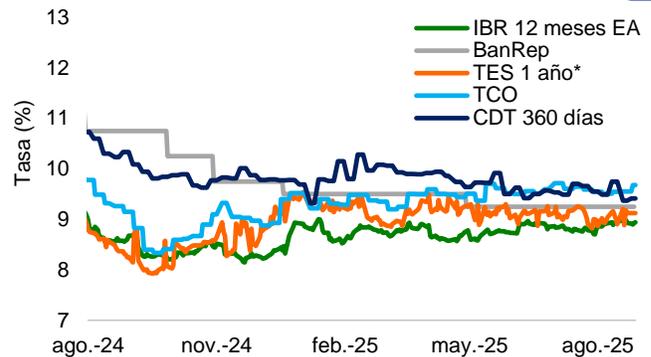
En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 5 pbs. Los rendimientos de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se desvalorizó 14 pbs hasta niveles de 10.82%. Los TES COP de mayor duración se registraron reducciones en tasa de 14 pbs. Los TES2034, TES2036, TES2042 y TES2050 fueron los ganadores en este tramo con disminuciones promedio en tasa de 33 pbs hasta niveles de 11.49%, 11.34%, 11.8% y 11.84%, respectivamente, todos favorecidos por la estrategia de la DGCP de reducir el saldo de la deuda retirando TES con vencimientos de largo plazo que están operando a descuento.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento bajista de 12 pbs, en promedio, impulsada en parte por una corrección técnica tras las desvalorizaciones registradas en julio, pero también por la mayor preferencia de los inversionistas a instrumentos de deuda indexados, ante las expectativas de variaciones mensuales del IPC elevadas para los próximos meses (Gráfico 13).

El tramo corto y medio de la curva se desvalorizaron en promedio 8 pbs, donde sobresale el incremento de 11 pbs

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

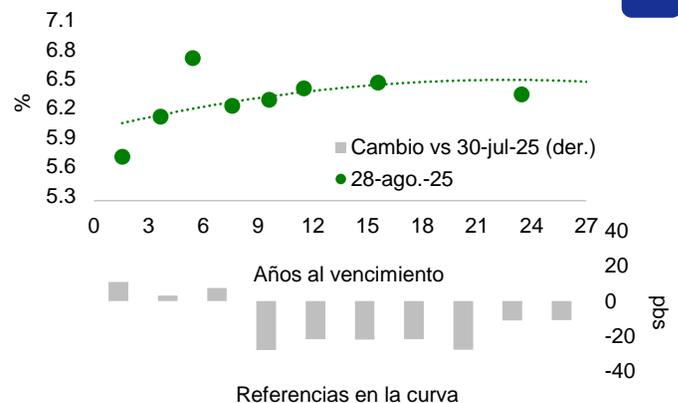
12



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

de los TESUVR2027 hasta 5.7%. Por su parte, los rendimientos del tramo largo disminuyeron 20 pbs, donde sobresalen las valorizaciones de 28 pbs de los TESUVR2033 y TES2049 hasta 6.22% y 6.34%, respectivamente.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió hasta 4.73% y sigue en mínimos desde finales de 2024 (Gráfico 14). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también disminuyó hasta niveles de 4.98%, también alcanzando mínimos desde diciembre de 2021. A pesar de estas correcciones, en ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES, estas todavía se mantienen por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

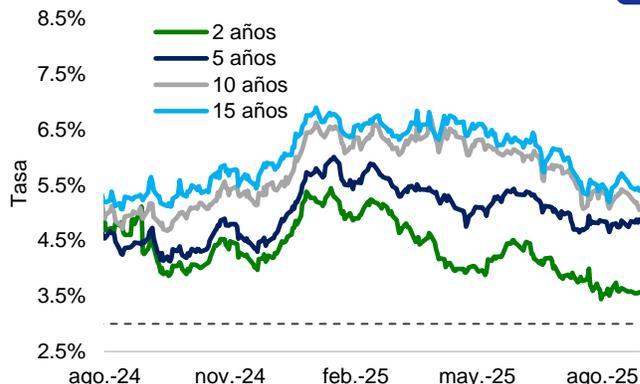
En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 3.8 billones en agosto, superior a los volúmenes promedio registrados en julio y a los COP 3.1 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2033 y TES2050. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027 y TESUVR2062.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total colocado hasta el 28 de agosto asciende a COP 46 billones, lo que representa un cumplimiento del 77.3% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25) por COP 59.5 billones. A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es relativamente igual al 77.4% del acumulado para el mismo periodo de 2024, pero superior al 72.5% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16). Es de esperar que, una vez alcanzada la meta de colocaciones para 2025, las emisiones de TES de largo plazo continuarán durante el resto del año, con el objetivo de prefinanciar 2026.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 31.7 billones, repartidas en COP 21 billones de TES COP y COP 10.7 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 14.3 billones. El apetito por TES COP y TES UVR en las subastas del mercado primario se mantuvo relativamente estable. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en agosto permanecieron estables hasta un promedio de 12.11% y el *bid-to-cover* del mes descendió ligeramente

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

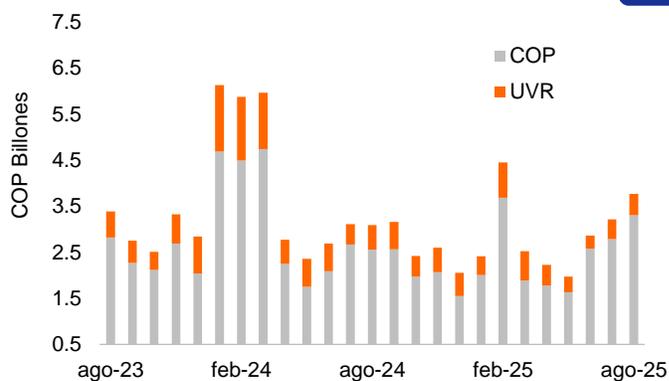
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

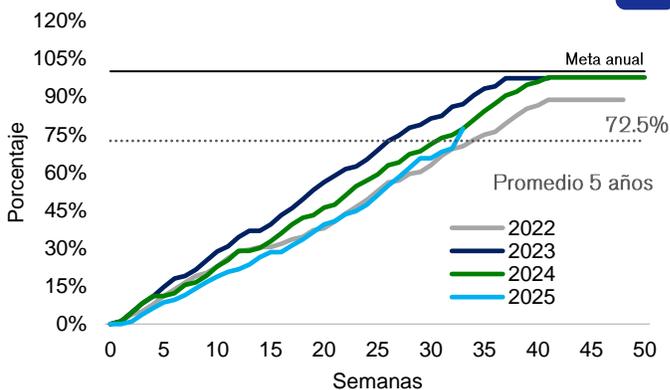
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

hasta un promedio de 3.5 veces. En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio se incrementaron hasta máximos históricos de 6.59% y el *bid-to-cover* se redujo a 2.7 veces.

Por su parte, en las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 18.4 billones, lo que representa un 76.2% del cupo total definido para este año. En línea con lo que mencionamos previamente, las tasas de corte de los TCO en las subastas de agosto registraron un promedio de 9.57%, al tiempo que el *bid-to-cover* disminuyó hasta un promedio de 2.5 veces (Gráfico 17).

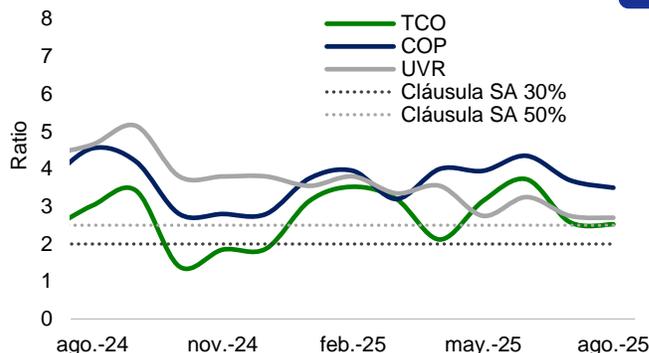
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de julio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,122 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 63%, superior al 58.2% del mismo mes de 2024 y su tendencia sigue siendo creciente (Gráfico 18). El saldo de la deuda interna fue de 43.3% del PIB, superior al 38% del mismo mes del año anterior. Por su parte, el saldo de la deuda externa se ubicó en 19.7%, inferior al 20.2% de julio de 2024, favorecido por la persistente debilidad internacional del USD y las recientes OMD en los mercados externos (ver “No apuestas contra el tío Sam” en [IMC – Julio de 2025](#)).

De acuerdo con las cifras de tenedores publicadas por el MHCP, la demanda por TES de los inversionistas locales continúa siendo elevada. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación de 31.1% del saldo total de la deuda pública interna. En este sentido, las compras de las AFP en el último mes fueron de COP 2.9 billones.

Los bancos comerciales compraron COP 8.9 billones, una de las cifras más altas registradas en la historia para un solo mes. Como resultado, su participación sobre el saldo total aumentó hasta un 17%, alcanzando la segunda posición como los mayores tenedores de TES (Gráfico 19). Este comportamiento sigue relacionado con una dinámica de la cartera que, si bien continúa ganando tracción, su recuperación ha sido lenta y ha suscitado una recomposición de su activo hacia más posiciones del portafolio de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.8

Bid to cover en las subastas primarias de TES

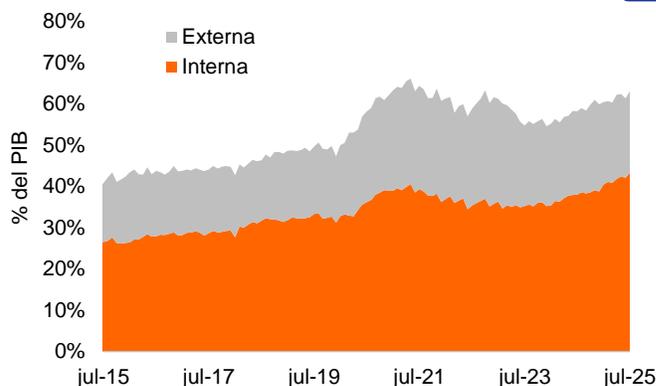
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Saldo de la deuda bruta total del GNC

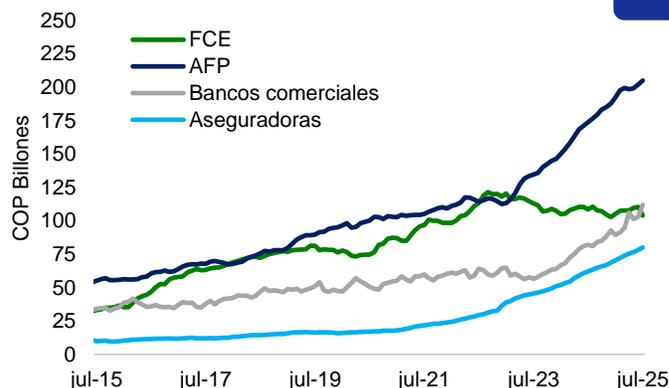
18



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 12.2%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras en julio por COP 10.5 billones, también las más altas en la historia. Este resultado se explica por la adquisición de TES a descuento en el marco de las OMD que activamente viene ejecutando el Gobierno en el mercado local y la constitución de garantías para las operaciones TRS con la banca externa. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas por COP 2.2 billones, algo que no ocurría desde septiembre de 2024.

Los FCE realizaron ventas en julio por COP 6.4 billones, las más altas en la historia para un solo mes y en línea con lo que habías advertido en informes recientes (ver “Ver para creer” en [IMDP – Julio de 2025](#)). En consecuencia, estos agentes pasaron a ser el tercer mayor tenedor de TES, después de los bancos comerciales, con una participación que se redujo a 15.8% del saldo total de la deuda pública interna.

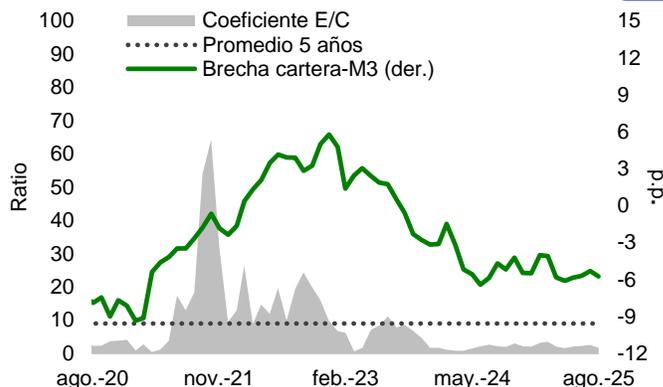
A pesar de lo anterior, en el corrido de 2025 los FCE acumulan compras netas por COP 1.1 billones en el mercado de TES. Más aún, según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 2.4 billones en agosto. Consistente con lo anterior, las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria dan cuenta de entradas por USD 563 millones durante las primeras semanas de agosto (COP 2.9 billones), las más altas desde 2022.

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en agosto en un promedio-día de COP 15.5 billones, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 20.8 billones). El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 11.3 billones, con una utilización que bordeó el 69%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 15% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a julio y se situó en COP 9.2 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se redujo en agosto y permanece por debajo del promedio de los últimos 5 años. Esta situación sigue reflejando relativa holgura en las condiciones de liquidez del mercado monetario, lo que

Relación recursos de expansión y contracción

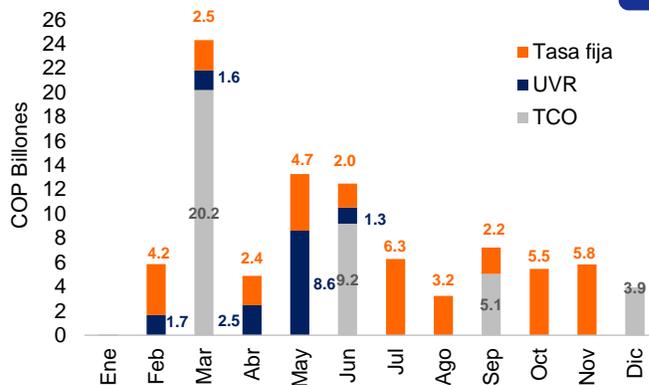
20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Pago de cupones y vencimientos en 2025

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

libera presiones sobre el mercado de TES. Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos se mantiene negativa y tampoco sugiere presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 20).

Para el mes de septiembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 7.1 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estos recursos se distribuyen de la siguiente forma; i) COP 2 billones del pago del cupón de los TES2030; y ii) COP 5.1 billones del vencimiento de TCO (Gráfico 21).

Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM se deterioró durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 6.53% hasta 6.1%, aunque permanece por encima a la tasa promedio de 3.67% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 118 pbs a la media muestral, pero dicho diferencial también ha venido moderándose.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento real superior.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2026 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra se encuentra cercana a la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES descendieron hasta 7.1%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.97%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.75 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1 p.p.

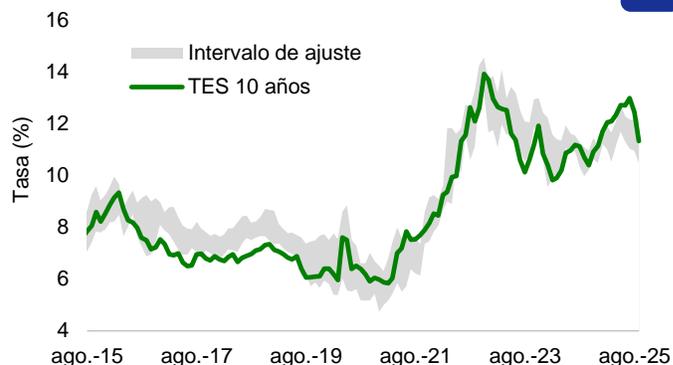
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2031 y TES202033, con un espacio de valorización de hasta 61 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR también se encuentra muy cerca de sus valores justos. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos spreads en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2029 y TESUVR2037, con un espacio de valorización de 10 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan

Niveles justos de los TES de largo plazo

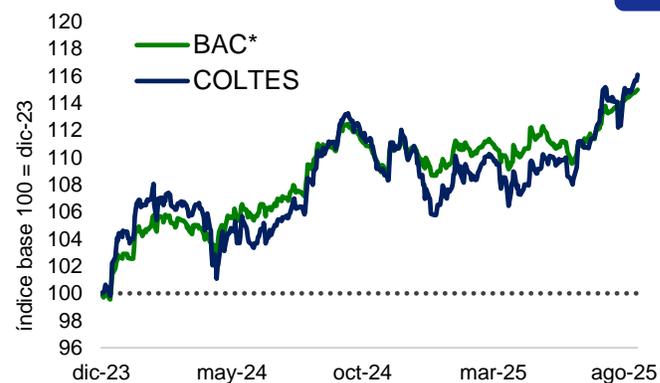
22



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

Desempeño del índice de renta fija - BAC

23



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Se balancea al cierre del día 20 de cada mes.

los TESUSD2027 y TESUSD2028 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 74 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 10.6% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.3%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización alrededor de 70 pbs en el corto plazo. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario en el corto plazo es baja-media.

El índice de deuda pública BAC, que mide el desempeño de los TES COP para un portafolio teórico-optimizado que depende del monto de negociación del mercado secundario, registró una variación mensual de 0.62% en agosto. Este retorno fue superior al -0.2% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC disminuyó desde 5.4% en julio hasta 1.3% en agosto (Gráfico 23).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto y medio de la curva. Allí se destacan los TES2026 (33.1%), los TES2028 (29.9%) y los TES2029 (15%).

Expectativas de corto plazo

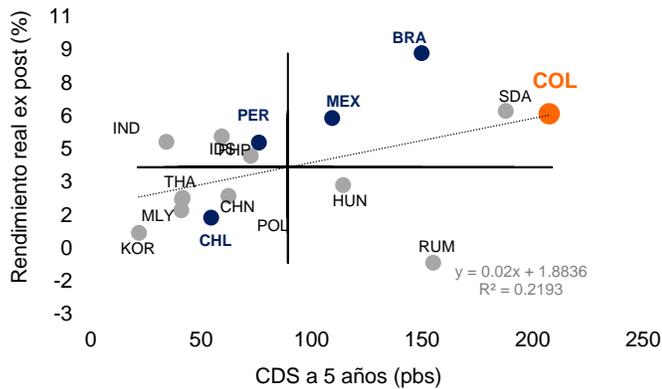
Si bien la nueva estrategia de financiación de EEUU y los próximos recortes de tasas de interés de la Fed le han liberado presiones a la deuda pública global, los riesgos al alza sobre sus rendimientos persisten, especialmente los de más largo plazo cuya demanda se sigue moderando. Bajo este contexto, **estimamos niveles justos de 4.4% en las tasas de interés del Tesoro a 10 años**, lo que implica riesgos de desvalorización en el futuro cercano de 10-20 pbs.

En el frente local, el escenario fiscal sigue percibiéndose altamente retador y riesgoso sobre la estabilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, como lo explicamos en este informe, las OMD y la nueva estrategia de financiamiento del Gobierno no sólo están generando ahorros fiscales no despreciables, sino además han suscitado confianza en los mercados que se refleja en una sólida demanda por TES de los inversionistas, incluso la de los extranjeros que se ha recuperado tras las fuertes ventas de julio.

Bajo este contexto, **anticipamos para septiembre niveles de objetivo de 9% para los TES2027 y de 11% para los TES2036**. Técnicamente, el margen en los TES UVR sigue siendo atractivo no sólo por el movimiento de los TES COP de más largo plazo, sino también por las recientes sorpresas en la inflación que ha favorecido los TES UVR de menor duración.

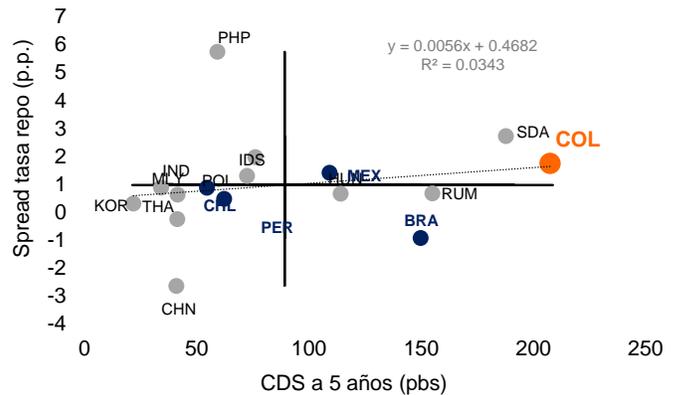
No descartamos algo de volatilidad para lo que resta de año, por lo que **seguimos esperando cierres de 9.3% en los TES2027 y de 11.5% para los TES2036**. Sin embargo, dichas estimaciones contienen un claro sesgo a la baja dado el creciente apetito por TES de los inversionistas.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



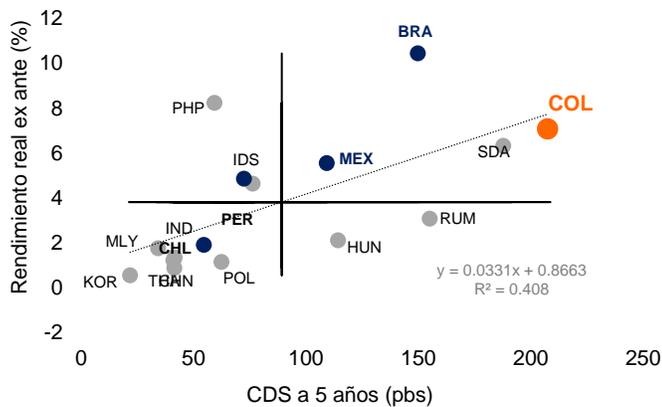
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



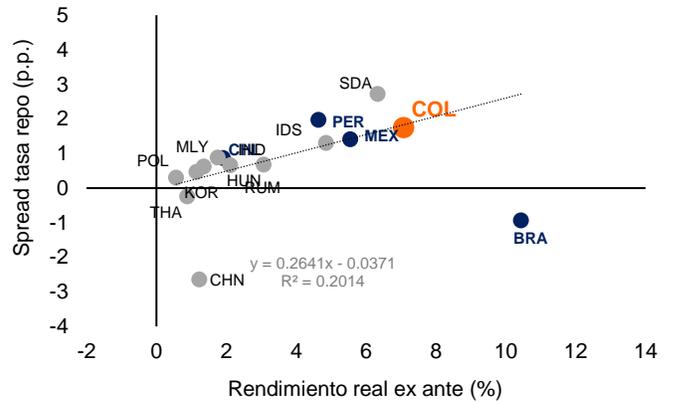
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



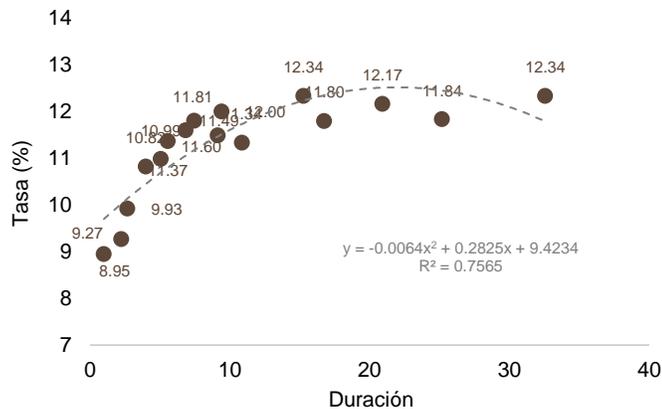
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



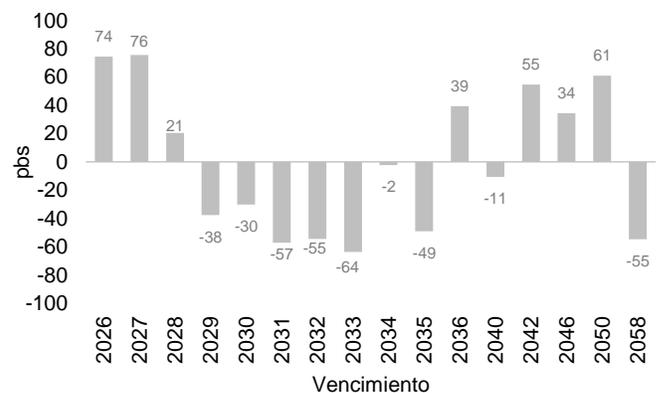
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



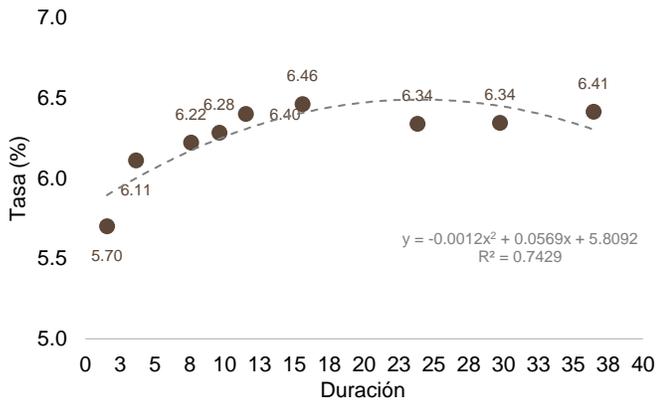
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



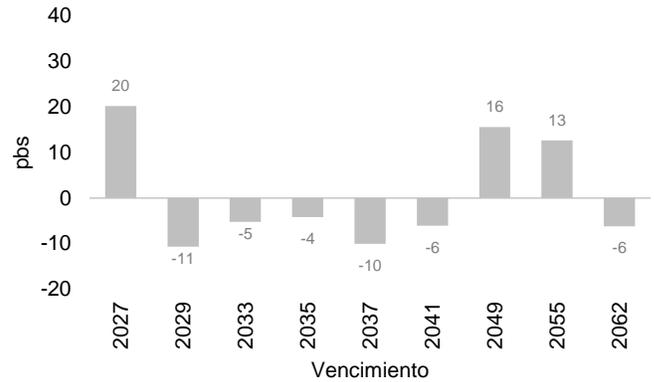
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



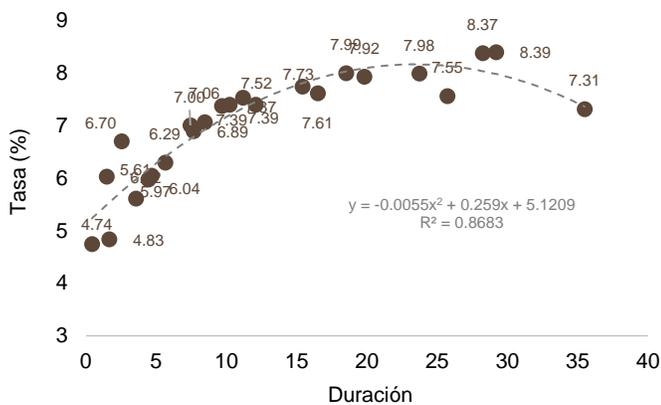
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



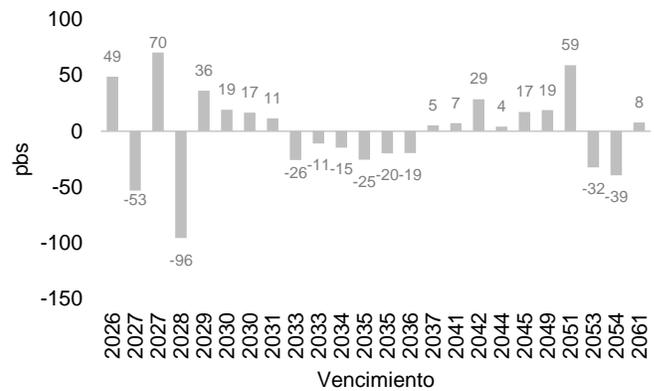
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES en pesos

| Título | Vencimiento | Cupón (%) | Duración modificada | Tasa (%) | Variación en pbs | | | Tendencia mensual |
|---------------------|---------------|-------------|---------------------|--------------|------------------|-------------|------------|-------------------|
| | | | | | Mensual | Año corrido | Anual | |
| TFIT15260826 | ago-26 | 7.50 | 0.9 | 8.95 | 45 | -35 | 57 | |
| TFIT08031127 | nov-27 | 5.75 | 1.9 | 9.27 | 3 | -78 | 35 | |
| TFIT16280428 | abr-28 | 6.00 | 2.3 | 9.93 | 16 | -54 | 80 | |
| TFIT05220829 | ago-29 | 11.00 | 3.1 | 10.82 | 18 | | | |
| TFIT16180930 | sep-30 | 7.75 | 3.6 | 10.99 | 6 | 6 | 153 | |
| TFVT10260331 | mar-31 | 7.00 | 4.1 | 11.56 | 9 | 41 | 209 | |
| TFIT10260331 | mar-31 | 7.00 | 4.1 | 11.37 | 7 | 9 | 177 | |
| TFIT16300632 | jun-32 | 7.00 | 4.9 | 11.60 | 6 | 3 | 181 | |
| TFIT16300632 | feb-33 | 13.25 | 4.4 | 11.60 | 6 | 3 | 181 | |
| TFIT11090233 | oct-34 | 7.25 | 5.5 | 11.49 | -23 | -41 | 139 | |
| TFIT11240135 | ene-35 | 11.75 | 5.1 | 12.00 | | | | |
| TFIT16090736 | jul-36 | 6.25 | 6.7 | 11.34 | -43 | -83 | 99 | |
| TFIT16281140 | nov-40 | 12.75 | 6.1 | 12.34 | 9 | | | |
| TFIT21280542 | may-42 | 9.25 | 7.3 | 11.80 | -21 | -75 | 97 | |
| TFIT23250746 | jul-46 | 11.50 | 7.5 | 12.17 | 0 | -61 | 102 | |
| TFIT31261050 | oct-50 | 7.25 | 7.7 | 11.84 | -14 | -81 | 93 | |
| TFIT34130358 | mar-58 | 12.00 | 7.5 | 12.34 | | | | |

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

| Título | Vencimiento | Cupón (%) | Duración modificada | Tasa (%) | Variación en pbs | | | Tendencia mensual |
|--------------|-------------|-----------|---------------------|----------|------------------|-------------|-------|-------------------|
| | | | | | Mensual | Año corrido | Anual | |
| TUVT11170327 | mar-27 | 3.30 | 1.4 | 5.70 | 11 | 92 | 101 | |
| TUVT10180429 | abr-29 | 2.25 | 3.3 | 6.11 | 0 | 105 | 118 | |
| TUVT07220131 | ene-31 | 6.50 | 4.3 | 6.71 | 15 | | | |
| TUVT20250333 | mar-33 | 3.00 | 6.3 | 6.22 | -29 | 92 | 128 | |
| TUVT20040435 | abr-35 | 4.75 | 7.2 | 6.28 | -22 | 87 | 122 | |
| TUVT18250237 | feb-37 | 3.75 | 8.5 | 6.40 | -22 | 94 | 129 | |
| TUVT32160641 | mar-41 | 5.00 | 9.9 | 6.46 | -19 | | | |
| TUVT32160649 | jun-49 | 3.75 | 13.4 | 6.34 | -23 | 128 | 146 | |
| TUVT32160655 | may-55 | 5.25 | 13.5 | 6.34 | -6 | | | |
| TUVT38010262 | feb-62 | 6.50 | 13.5 | 6.41 | -8 | | | |

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales

| Título | Vencimiento | Cupón (%) | Duración modificada | Tasa (%) | Variación en pbs | | | Tendencia mensual |
|-----------|-------------|-----------|---------------------|----------|------------------|-------------|-------|-------------------|
| | | | | | Mensual | Año corrido | Anual | |
| COLGLB26 | ene-26 | 4.50 | 0.4 | 4.49 | -45 | -105 | -93 | |
| COLGLB27 | feb-27 | 8.38 | 1.3 | 6.04 | -15 | -30 | 28 | |
| COLGLBA27 | abr-27 | 3.88 | 1.5 | 4.55 | -38 | -134 | -93 | |
| COLGLB28 | mar-28 | 11.85 | 2.1 | 6.69 | -33 | 24 | 120 | |
| COLGLB29 | mar-29 | 4.50 | 3.1 | 5.30 | -44 | -120 | -67 | |
| COLGLA30 | ene-30 | 3.00 | 3.9 | 5.71 | -35 | -121 | -58 | |
| COLGLB30 | abr-30 | 7.38 | 3.8 | 5.89 | -21 | | | |
| COLGLB31 | abr-31 | 3.13 | 4.9 | 6.12 | -32 | -109 | -36 | |
| COLGLB32 | abr-32 | 3.25 | 5.6 | 6.32 | -38 | -109 | -28 | |
| COLGLB33 | ene-33 | 10.38 | 5.1 | 6.92 | -16 | -12 | -12 | |
| COLGLBA33 | abr-33 | 8.00 | 5.5 | 6.76 | -28 | -84 | -13 | |
| COLGLB35 | abr-35 | 8.50 | 6.4 | 7.24 | -34 | | | |
| COLGLA35 | nov-35 | 8.00 | 6.5 | 7.25 | -32 | -64 | 14 | |
| COLGLB36 | oct-36 | 7.75 | 6.9 | 7.41 | -31 | -62 | | |
| COLGLB37 | sep-37 | 7.38 | 7.3 | 7.24 | -37 | -67 | 1 | |
| COLGLB41 | ene-41 | 6.13 | 8.9 | 7.53 | -38 | -68 | 10 | |
| COLGLB42 | feb-42 | 4.13 | 10.3 | 7.31 | -52 | -81 | 2 | |
| COLGLB44 | feb-44 | 5.63 | 10.0 | 7.69 | -40 | -62 | 12 | |
| COLGLB45 | jun-45 | 5.00 | 10.8 | 7.71 | -30 | -61 | 11 | |
| COLGLB49 | may-49 | 5.20 | 11.4 | 7.63 | -47 | -71 | 10 | |
| COLGLB51 | may-51 | 4.13 | 12.7 | 7.28 | -46 | -74 | 2 | |
| COLGLB53 | nov-53 | 8.75 | 10.1 | 8.19 | -37 | -45 | 27 | |
| COLGLB54 | oct-54 | 8.38 | 10.3 | 8.19 | -38 | -45 | | |
| COLGLB61 | feb-61 | 3.88 | 14.0 | 6.92 | -54 | -97 | -16 | |

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
