



Los sorprendenTES

Septiembre 23 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 extendieron su racha de valorizaciones en septiembre, favorecidos principalmente por el reinicio de los recortes de tasas de interés de la Fed y una postura monetaria en EEUU que se tornaría neutral más rápido de lo previsto. Las condiciones financieras internacionales siguen mejorando y los niveles de aversión al riesgo descendieron significativamente, liberando presiones alcistas sobre las tasas de interés en los títulos de renta fija global y alimentando la demanda por títulos con vencimientos de más largo plazo.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, mantuvieron el buen comportamiento que traen desde el pasado mes de junio. Las compras estuvieron concentradas una vez más en bonos, en línea con el mayor apetito por riesgo de los inversionistas, pero también por los rendimientos atractivos que siguen ofreciendo estos títulos. La información preliminar de septiembre sugiere continuidad en este apetito por deuda emergente, haciendo que esta racha sea la más prolongada desde 1T21.

En el plano local, las operaciones de manejo de deuda realizadas por crédito público le siguen generando ahorros importantes a la Nación en 2025, según nuestros cálculos del orden de 0.6% del PIB. La Nación realizó con éxito en septiembre un sexto canje con el mercado local que permitió reducir en COP 2.5 billones adicionales el saldo de la deuda interna. También se conoció que la operación de crédito con la banca externa a través del TRS ascendió a USD 9,300 millones y además se colocaron exitosamente bonos Globales denominados en euros, algo que sigue ratificando un gran apetito de los inversionistas extranjeros por títulos de deuda de Colombia y credibilidad en su estrategia de financiamiento.

La razón entre deuda pública y PIB está descendiendo gracias a las operaciones de manejo de deuda y la debilidad del USD. Los inversionistas extranjeros volvieron a ser protagonistas y el apetito de los inversionistas locales se mantuvo fuerte, en línea con mejoras significativas en la percepción de riesgo-país.

En este entorno, los volúmenes de negociación en el mercado secundario permanecieron elevados y la demanda por TES en el mercado primario, principalmente por TES UVR, aumentó significativamente. Los TES de mayor duración registraron las mayores valorizaciones del mes, favorecidos por factores tanto locales como externos.

Contexto internacional

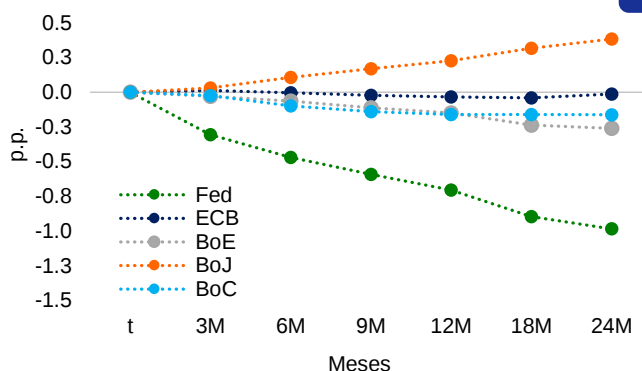
Los bonos soberanos a nivel mundial extendieron su racha de valorizaciones en septiembre, favorecidos principalmente por una postura monetaria de la Fed que se haría menos restrictiva en el futuro cercano. Las condiciones financieras internacionales también mejoraron y motivaron una mayor demanda por riesgo a término (títulos de mayor duración), en medio de unos niveles de aversión al riesgo en los mercados que también descendieron y liberaron presiones alcistas sobre las tasas de interés de largo plazo en los títulos de renta fija global.

En EEUU, la Fed recortó sus tasas de referencia en 25 pbs hasta el rango 4% - 4.25%, en línea con lo esperado por la amplia mayoría del mercado. La mediana de pronósticos de los miembros del FOMC dan cuenta ahora de tasas terminales para 2025 en el rango de 3.5% - 3.75%, lo que implica reducciones adicionales de 25 pbs en cada una de las dos reuniones restantes del año. Más aún, el nuevo material de proyecciones del FOMC sugiere que la política monetaria en los próximos 2 años podría tornarse neutral más rápido frente a lo previsto. Como lo explicamos en un informe reciente, en nuestro nuevo escenario base creemos que la Fed podría ser incluso un poco más agresiva con sus recortes de tasas de interés, teniendo en cuenta el enfriamiento no despreciable que exhibe actualmente el mercado laboral (ver “Más flexible para moverse” en [CE – Septiembre 19 de 2025](#)).

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, también sugieren lo mismo y las tasas terminales implícitas al cierre de 2025 y 2026 se sitúan en el rango 3.5% - 3.75% y 2.75% - 3% respectivamente, es decir, unos 25 pbs por debajo de las previsiones de la Fed. En comparación con otros faros monetarios del mundo, la política monetaria en EEUU sería la única que continuaría flexibilizándose en horizontes de 12 a 24 meses (Gráfico 1).

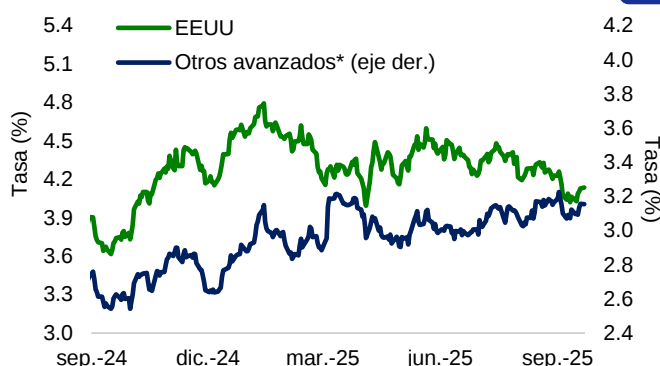
En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su principal tasa de referencia en 2.15% y el mercado anticipa que dejará estables sus tipos de interés al menos en un horizonte de 12 – 18 meses. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) también mantuvo sin cambios su tasa de referencia en 4% y las expectativas

Trayectorias de tasas de política en avanzados*



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

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados



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

del mercado apuntan a estabilidad para lo que resta de 2025.

El Banco de Japón (BoJ) se sumó a la pausa monetaria europea y también mantuvo inalterada su tasa de intervención en 0.5%. Las expectativas implícitas en los mercados anticipan que el BoJ dejará estable su tasa de interés al menos en un horizonte de 9 meses. Otro faro monetario mundial, el Banco Central de Canadá (BoC), redujo su tasa de interés en 25 pbs hasta 2.5% y los mercados también proyectan estabilidad para lo que resta de 2025.

En LATAM, los Bancos Centrales (BC) de Brasil y Chile mantuvieron estables sus tasas de intervención en 15% y 4.75%, respectivamente, mientras que el emisor de Perú la redujo en 25 pbs hasta 4.25%. 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.

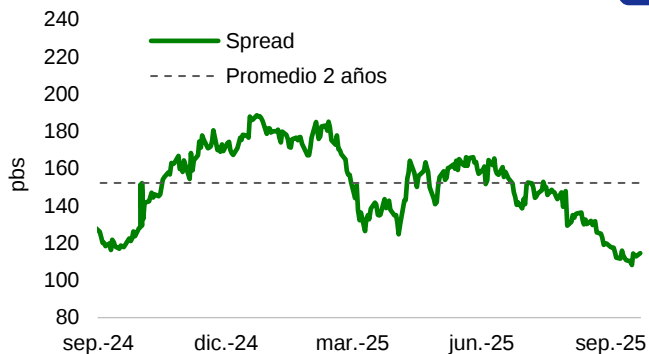
Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, se redujeron a mínimos de 5 meses de 4%. En línea con lo anterior, las tasas de interés de largo plazo de bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron también una tendencia bajista, aunque en menor magnitud frente a la de los Tesoros (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 hasta mínimos no vistos desde mayo de 2023 (Gráfico 3). Este ha sido un determinante nominal significativo que ha explicado buena parte de la reciente debilidad global del USD (ver “¿En estado de equilibrio?” en [IMC – Agosto de 2025](#)).

Por su parte, la prima a término en las curvas de bonos soberanos de avanzados continuó relativamente estable, aunque en algunos mercados europeos como el de Italia se sigue reduciendo (Gráfico 4). No obstante, los niveles actuales de estos diferenciales siguen siendo elevados, especialmente los *spreads* inter-temporales de los tramos más largos de la curva, lo cual es consistente con la persistente presión fiscal y las mayores exigencias de prima a término en buena parte de las economías avanzadas.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

3

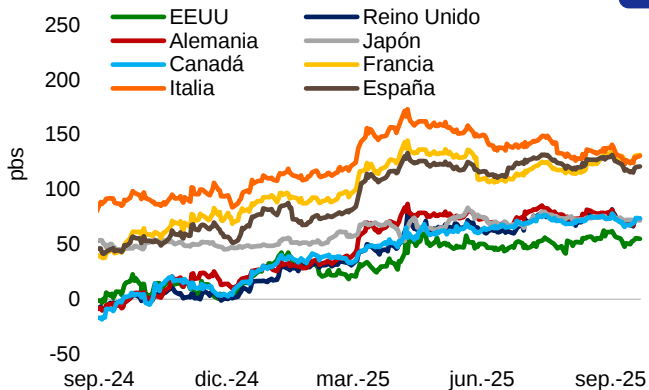


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

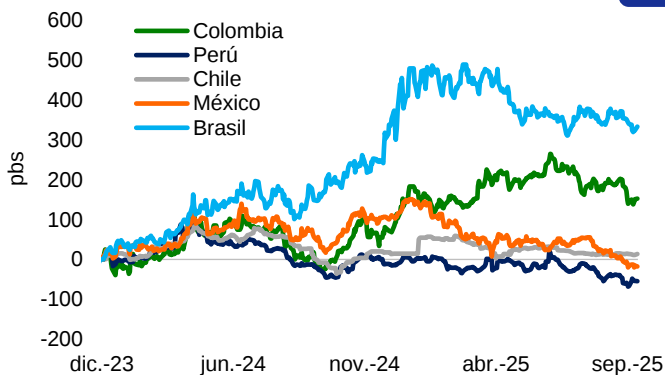
4



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.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también descendieron y en algunos casos alcanzaron mínimos del año, en línea con el comportamiento de la renta fija mundial (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) disminuyeron 19 pbs. Coherente con lo anterior, la prima de riesgo-país de los países LA5 descendió significativamente y se ubica en niveles por debajo a los observados el año pasado, con una única excepción que es Colombia (Gráfico 6).

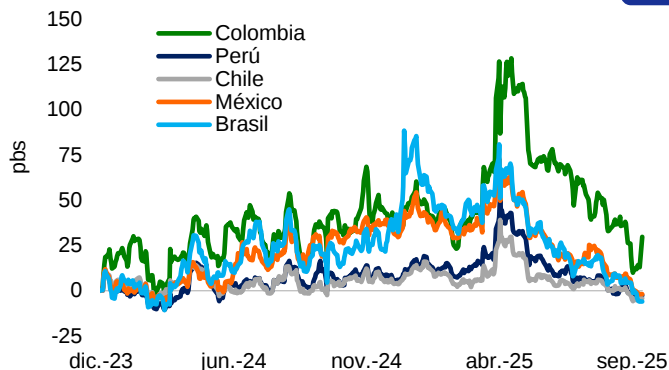
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron cuatro meses consecutivos en terreno positivo, impulsados por un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en agosto se registraron compras netas por USD 5,800 millones, manteniendo así el impulso visto desde el pasado mes de junio (Gráfico 7).

Por clase de activos, las compras de agosto estuvieron concentradas en instrumentos de deuda con una entrada mensual de USD 13,200 millones, mientras que por títulos de renta variable se registraron ventas netas por USD 7,400 millones. La información preliminar de septiembre, según cifras de EPFR, apunta a una continuidad en el fuerte apetito por bonos de EM, cuyas compras netas acumuladas en todo 3T25 habrían sido las más altas desde 1T21.

En línea con lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos también sugieren que estas compras por activos EM se habrían acelerado en septiembre. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por USD 5,875 millones. En el acumulado del año, la demanda extranjera por activos EM sigue concentrada en renta fija con posiciones de compra que ascienden a USD 129,000 millones, superior a las compras netas por USD 73,600 millones del mismo periodo de 2024.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

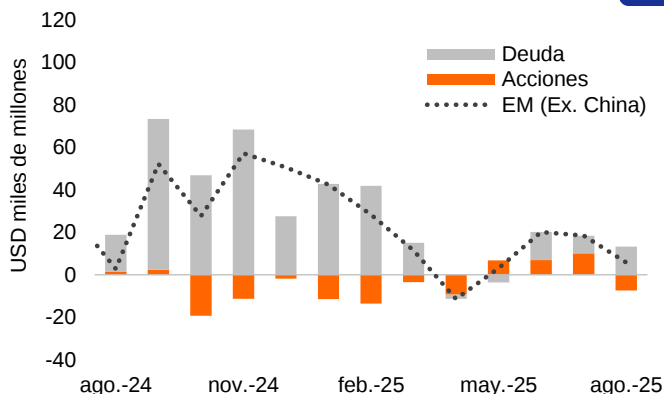


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 el contexto internacional, los TES volvieron a tener un desempeño muy positivo en el último mes. Este buen momento del mercado local también se ha complementado con las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) de la Dirección General de Crédito Público (DGCP) en los mercados internacionales, que siguen revelando un muy buen apetito de los inversionistas por bonos de la Nación y sobre todo credibilidad en la estrategia del Gobierno de reducir el costo del servicio de la deuda. Gracias a lo anterior, la prima de riesgo-país alcanzó niveles mínimos desde finales de 2024.

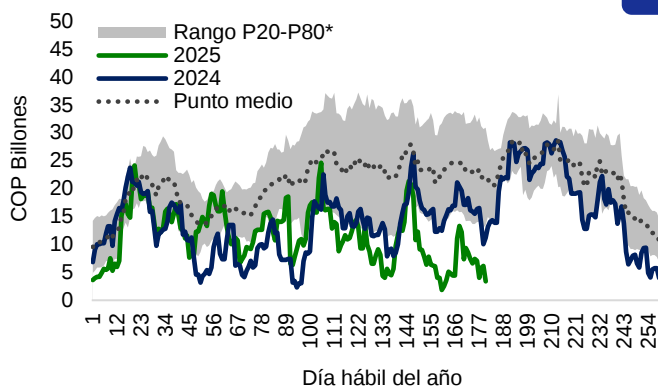
Bajo este contexto, en septiembre la DGCP realizó un sexto canje explícito de deuda interna con los creadores de mercado, constituyéndose al tiempo en el más grande de la historia. En este canje se retiraron de circulación TESUVR2027, TESUVR2029, TESUVR2033 y TESUVR2035 por COP 18.3 billones, entregando en compensación TESUVR2031 y TESUVR2062 por COP 15.8 billones.

Con esta nueva OMD, la DGCP logró reducir en COP 2.5 billones adicionales el saldo de la deuda interna, asumiendo un costo de extensión en vida media por cupones relativamente bajo (COP 0.4 billones) que se contrarresta por las muy favorables tasas de mercado. De esta forma, según nuestros cálculos con cifras a corte de septiembre, la reducción del servicio de la deuda del Gobierno este año (sin contar sustitución de interés) asciende a COP 10.2 billones (0.6% del PIB).

Las OMD en los mercados externos, puntualmente a través de la operación de crédito con contratos *Total Return Swap* (TRS) con la banca internacional, se ejecutó finalmente en septiembre por USD 9,300 millones. La operación se realizó a través de la recompra de TES USD (bonos Globales) con vencimientos entre 2027 y 2061 por USD 5,437 millones a través de los bancos que recibieron este beneficio a través del TRS y que le quitan presión de caja al Gobierno (no recibe ni entrega recursos). Dado que la mayoría de los TES USD fueron adquiridos a descuento, el precio de compra total sin incluir los intereses devengados y no pagados fue de USD 4,600 millones.

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

8

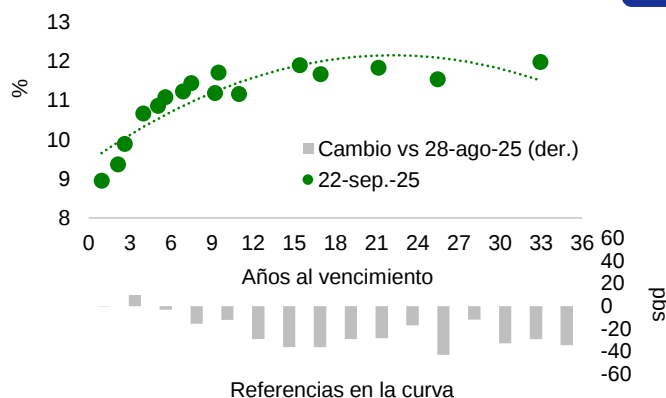


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución mensual de la curva TES COP

9



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

También en septiembre, y con el objetivo de diversificar sus fuentes de financiación en monedas, la Nación emitió bonos globales denominados en euros por EUR 4,100 millones (USD 4,865 millones) con vencimiento en 2028, 2032 y 2036, cuyo cupón promedio fue de 4.74%. Esta emisión logró una demanda histórica de EUR 25,433 millones (USD 30,170 millones), lo que denota el elevado apetito por títulos colombianos y la credibilidad que el mercado ha otorgado a las OMD. En el marco de esta operación, se realizó una recompra de TESEUR2026 por EUR 715 millones (USD 850 millones). Con los recursos obtenidos de esta emisión, la DGCP repondrá la liquidez utilizada de la DTN para la recompra de TES USD ejecutada en meses previos (ver “Ya vi, ahora sí creo” en [IMDP – Agosto de 2025](#)).

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 5 de septiembre de 2025 se situó en COP 3.4 billones, lo que representa una posición de caja muy por debajo de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 8).

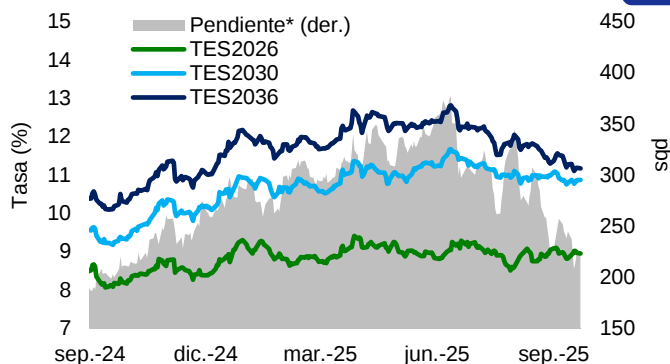
Sin embargo, según lo ha declarado la propia DGCP, hasta el pasado viernes 19 de septiembre las disponibilidades en todas las cuentas de la Tesorería subieron a COP 38.3 billones que incluyen COP 11.9 billones en los depósitos en BanRep y USD 6,790 millones (COP 26.4 billones) en cuentas en el exterior. En este importe no se incluyen las posiciones del portafolio de la Nación para la reserva estratégica de liquidez.

Bajo este contexto, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP disminuyó 13 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe anterior (Gráfico 9). La pendiente de la curva continuó descendiendo hasta 222 pbs y alcanzó mínimos desde finales de 2024 (Gráfico 10), muy en línea con la moderación en la prima a término en los mercados de deuda globales.

El tramo corto de la curva se mantuvo relativamente estable, principalmente afectado por una sorpresa alcista en la variación del IPC de agosto y un reajuste en las expectativas de tasas de interés del BanRep. Allí sobresalen los aumentos de 10 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 9.37%.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

10

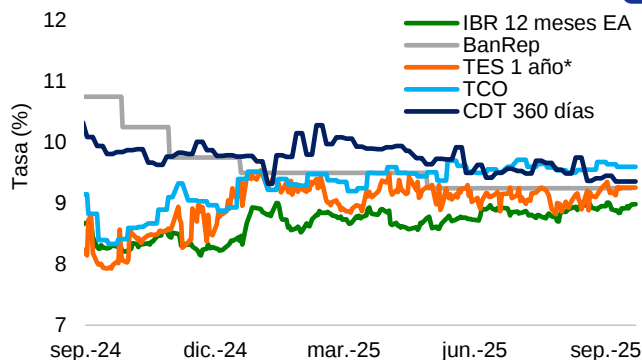


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

11



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Las tasas de interés de los TCO, por su parte, aumentaron hasta un promedio de 9.62%, mientras que las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días descendieron hasta niveles de 9.39%. Este movimiento dejó el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO en terreno negativo y en mínimos desde marzo de 2022, situación que en principio debería favorecer el apetito relativo hacia TCO. Las tasas implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se mantuvieron relativamente estables en niveles de 8.92% (Gráfico 11).

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones promedio de 15 pbs. Los rendimientos de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, cayeron 15 pbs hasta niveles de 10.67%. En los TES COP de mayor duración se registraron reducciones en tasa de 30 pbs. Los TES2032, TES2033 y TES2040 fueron los ganadores en este tramo con disminuciones promedio en tasa de 38 pbs hasta niveles de 11.24%, 11.45% y 11.91%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró también un movimiento bajista de 29 pbs, en promedio (Gráfico 12). Esto obedece a la mayor demanda de los inversionistas por instrumentos de deuda indexados contra IPC, pero también por las recientes operaciones de canje de la DGCP.

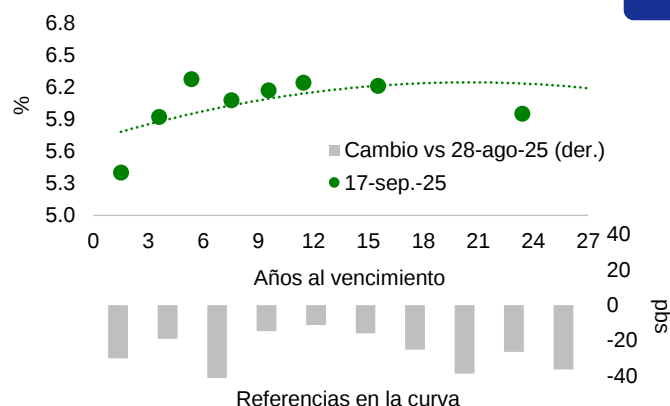
Los tramos corto y medio de la curva se valorizaron en promedio 32 pbs, donde sobresale la reducción de 35 pbs de los TESUVR2027 hasta 5.35%. Los rendimientos del tramo largo disminuyeron 22 pbs, donde se destacan las valorizaciones de 29 pbs de los TESUVR2033 y TESUVR2055 hasta 5.97% y 6.22%, respectivamente.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES subió hasta 4.94% (Gráfico 13). En contraste, el promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES disminuyó hasta niveles de 4.95%, alcanzando mínimos desde diciembre de 2021. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES, 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 3.3 billones en septiembre, inferior a los volúmenes promedio registrados en agosto, aunque ligeramente superiores a los COP 3.2 billones del mismo

Evolución mensual de la curva TES UVR

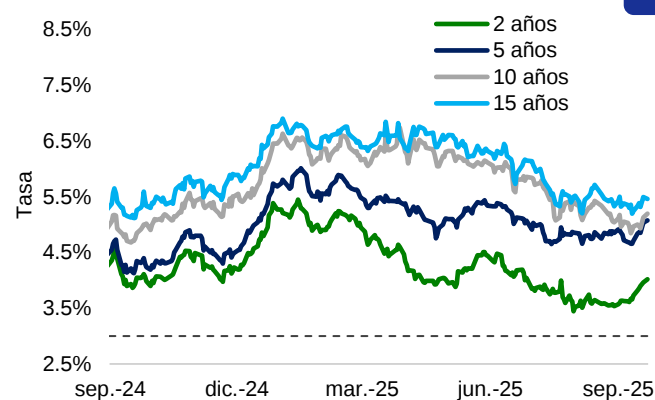
12



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

mes del año anterior (Gráfico 14). 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 TESUVR2029, TESUVR2031 y TESUVR2062.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total colocado hasta el 18 de septiembre asciende a COP 48.5 billones, lo que representa un cumplimiento del 81.5% 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 inferior al 91.9% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al 88.5% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 15). Sin embargo, es importante resaltar que, con el objetivo de prefinanciar 2026, aprovechar oportunidades de mercado y suavizar el circulante, la DGCP redujo el monto de las subastas competitivas para alargar el periodo de las emisiones en lo que resta del año.

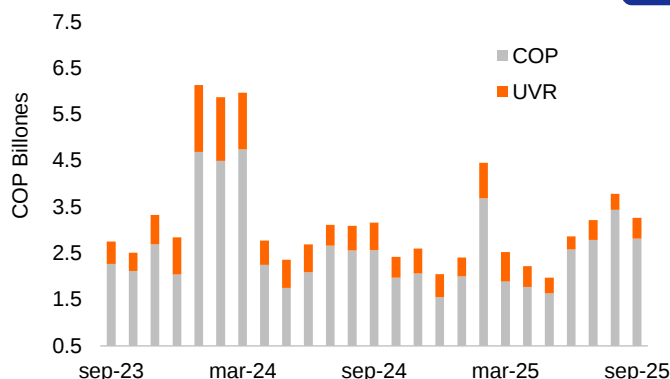
En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 33 billones, repartidas en COP 21 billones de TES COP y COP 12 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 15.5 billones. Se destaca el fuerte apetito por TES UVR en las subastas del mercado primario en el último mes, producto de todos los factores explicados previamente. En efecto, en las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio se redujeron desde máximos históricos hasta 6.35% y el *bid-to-cover* aumentó a 4.7 veces. En septiembre no se realizaron colocaciones primarias de TES COP.

Por su parte, en las subastas de TCO el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 21.4 billones, lo que representa un 86.1% del nuevo cupo total definido para este año. Las tasas de corte de los TCO en las subastas de septiembre registraron un promedio de 9.61%, al tiempo que el *bid-to-cover* disminuyó a mínimos no observados desde diciembre de 2024 (Gráfico 16), en buena medida resultado del mayor apetito hacia TES UVR.

Si bien todo lo anterior ha sido positivo para el mercado, es importante mencionar que desde agosto se reanudaron las colocaciones directas a entidades públicas. Según nuestros cálculos, dichas emisiones han sido al menos por COP 5.4 billones desde entonces, las

Volumen de negociación promedio-día en SEN

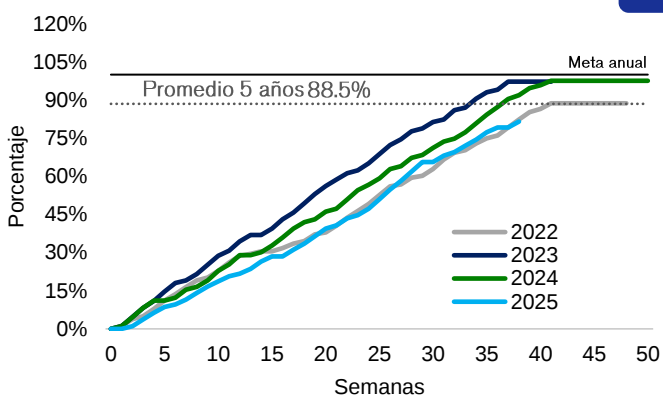
14



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

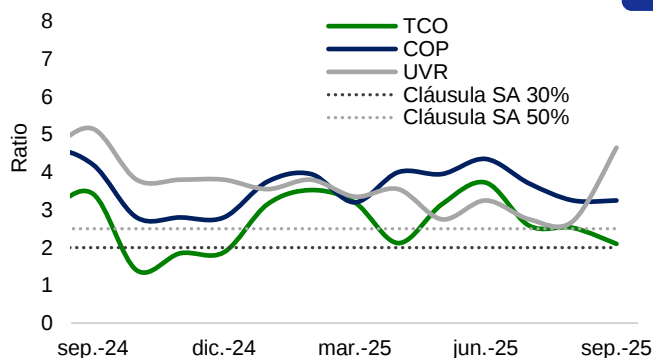
15



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

16

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

más altas desde principios de año, situación que estructuralmente aumenta la oferta de TES y podría estar contrarrestando el reciente *rally* del mercado.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de agosto, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,106 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 62.1%, superior al 58.4% del mismo mes de 2024, aunque recientemente su tendencia alcista ha comenzado a estabilizarse como consecuencia de las OMD de la DGCP (Gráfico 17). El saldo de la deuda interna fue de 43.9% del PIB, superior al 38.3% del mismo mes del año anterior. Por su parte, el saldo de la deuda externa se ubicó en 18.2%, inferior al 20% de agosto de 2024, favorecido por la persistente debilidad internacional del USD y las OMD en los mercados externos.

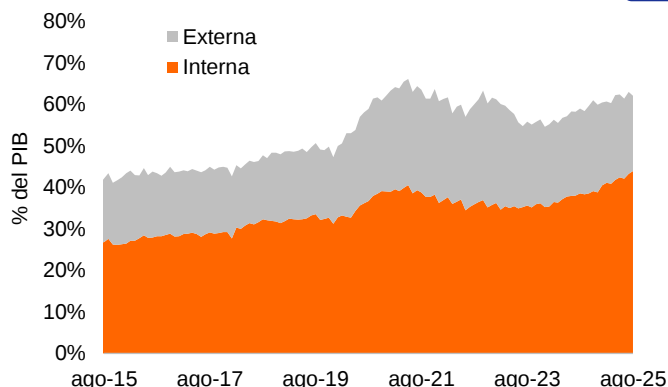
De acuerdo con las cifras de tenedores publicadas por el MHCP, la demanda por TES de los inversionistas locales y extranjeros continúa siendo elevada. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación de 30.7% del saldo total de la deuda pública interna. En este sentido, las compras de las AFP en el último mes fueron de COP 400 mil millones.

Los bancos comerciales compraron COP 3.8 billones, aumentando sus posiciones por tercer mes consecutivo y llevando su participación sobre el saldo total hasta un 17.3%, manteniendo al tiempo su posición como los segundos mayores tenedores de TES (Gráfico 18). 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 832 mil millones, con lo cual su participación sobre el saldo total fue de 12.1%.

En cuanto a los hacendados de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 2.5 billones, calzando de esta forma la presión en caja suscitada por la OMD para reducir el saldo de la deuda interna. Por su parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en agosto.

Saldo de la deuda bruta total del GNC

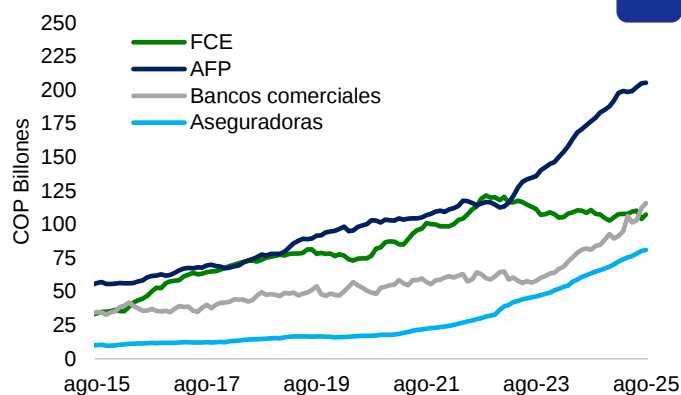
17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

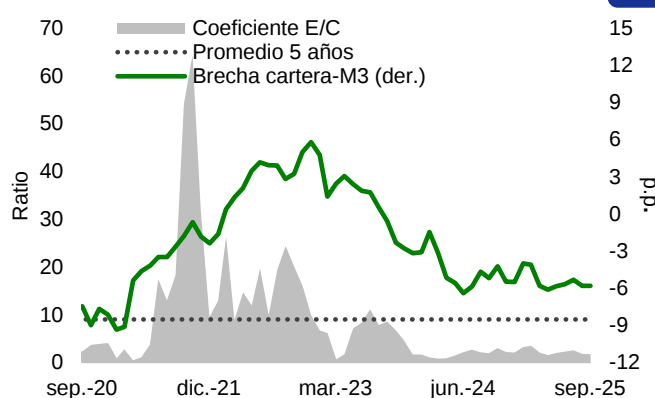
18



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

19



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron compras en agosto por COP 3.3 billones, las más altas para un solo mes desde agosto de 2022 y se mantuvieron como en el tercer lugar de los mayores tenedores de TES. Su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna se sitúa en 16%.

En lo corrido de 2025, los FCE acumulan compras netas por COP 4.4 billones en el mercado de TES, superior a los COP 3 billones de compras acumuladas para el mismo periodo en 2024. Más aún, según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 26.5 billones en septiembre, donde COP 17.5 billones corresponden a la construcción del colateral de las operaciones del TRS. Consistente con lo anterior, las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria dan cuenta de entradas por USD 150 millones durante la primera semana de septiembre.

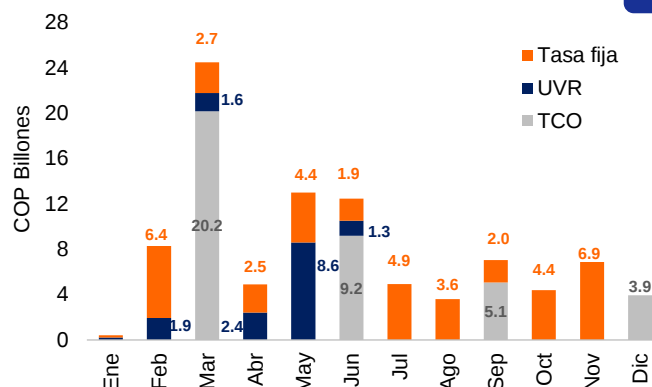
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 16.2 billones durante septiembre, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 18.2 billones). El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 13.7 billones, con una utilización que bordeó el 64%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 8% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a agosto y se situó en COP 9.4 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se redujo 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 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 19).

Para el mes de octubre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 4.4 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES, derivadas del pago del cupón de los TES 2034 y de los TES 2050 (Gráfico 20).

Pago de cupones y vencimientos en 2025

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 6.1% hasta 5.88%, aunque permanece por encima a la tasa promedio de 3.52% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 108 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 bonos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Brasil, aunque frente a los de Sudáfrica la diferencia es cada vez más baja.

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 7.01%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.89%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.73 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1 p.p.

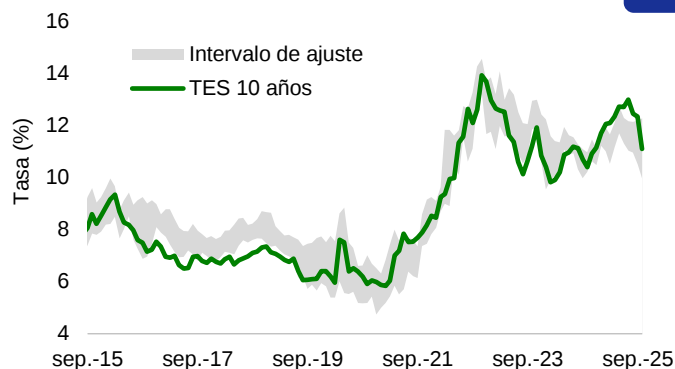
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2033 y TES202058, con un espacio de valorización de hasta 48 pbs.

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 14 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 los TESUSD2027 y TESUSD2028 como los bonos con

Niveles justos de los TES de largo plazo

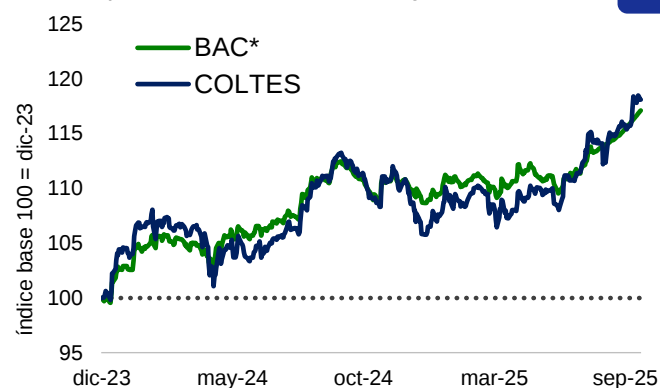
21



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

Desempeño del índice de renta fija - BAC

22



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

mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 97 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 10.5% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.17%, lo anterior sugiere un margen de valorización 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 2.2% en agosto. Este retorno fue inferior al 2.9% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC aumentó desde 1.3% en agosto hasta 5.8% en septiembre (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo largo de la curva. Allí se destacan los TES2036 (26.9%), los TES2040 (15%) y los TES2046 (17.5%).

Expectativas de corto plazo

Buena parte de la ruta que seguirá la política monetaria de la Fed en EEUU ya está descontada por los mercados. De hecho, en el mercado monetario se anticipa que las tasas de interés de la Fed alcanzarán terreno neutral (alrededor de 3%) a partir de 2026, lo que implica una trayectoria de recortes de tasas de interés más rápida frente a lo que estiman los miembros del FOMC (ver “Más flexible para moverse” en [CE – Septiembre 19 de 2025](#)).

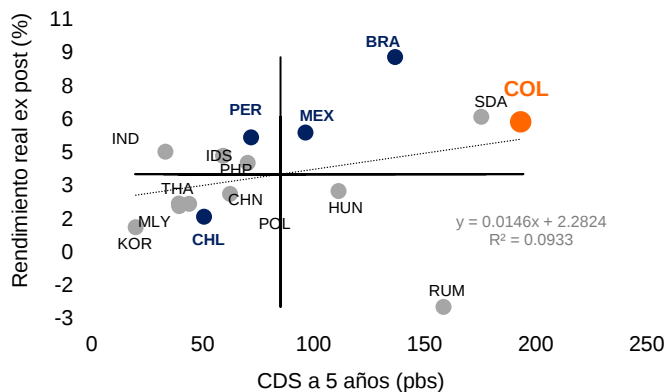
En este sentido, **es de esperar que las tasas de interés de los Tesoros a 10 años se estabilicen en un nuevo canal de oscilación que estimamos entre 4% - 4.25%**, inferior a los niveles del orden de 4.5% que calculábamos previamente. Luce poco probable que estos rendimientos se reduzcan por debajo del 4% en el muy corto plazo, teniendo en cuenta que el tono de la Fed sigue mostrando cautela en su proceder y que las presiones asociadas a un exceso de oferta en el mercado de Tesoros continúan siendo significativas.

En el frente local, el escenario fiscal sigue siendo altamente retador y riesgoso para las finanzas públicas. No obstante, como hemos reiterado en informes previos, las OMD y la nueva estrategia de la DGCP han generado confianza y credibilidad en los inversionistas, de paso haciendo tangibles ahorros fiscales no despreciables para la Nación y corrigiendo presiones de oferta en el mercado de TES. Lo anterior se ha visto reflejado en mejoras evidentes en la percepción de riesgo-país.

Bajo este contexto, **anticipamos para octubre niveles objetivo de 9.2% para los TES2027 y de 11.5% para los TES2036**, lo que implica algunas desvalorizaciones asociadas a toma de utilidades tras el reciente *rally*. El margen de valorización en los TES UVR, especialmente los de menores vencimientos, luce más atractivo dado el riesgo de más sorpresas al alza en la inflación para lo que resta de 2025 (ver “Inflaciones claras y BanRep espeso” en [IMCE – Septiembre de 2025](#)).

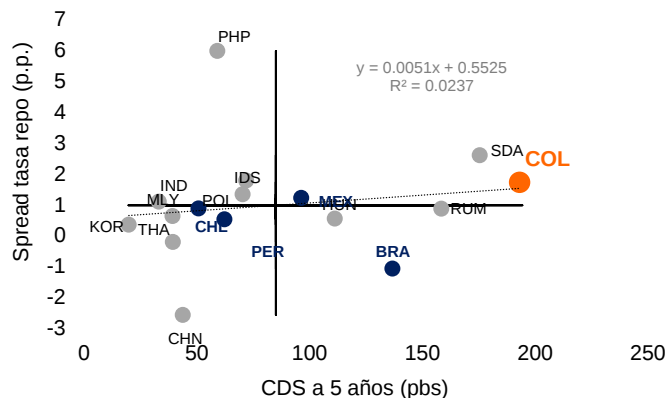
Para el cierre de 2025 **ahora esperamos niveles de 9% en los TES2027 y de 11% para los TES2036**.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



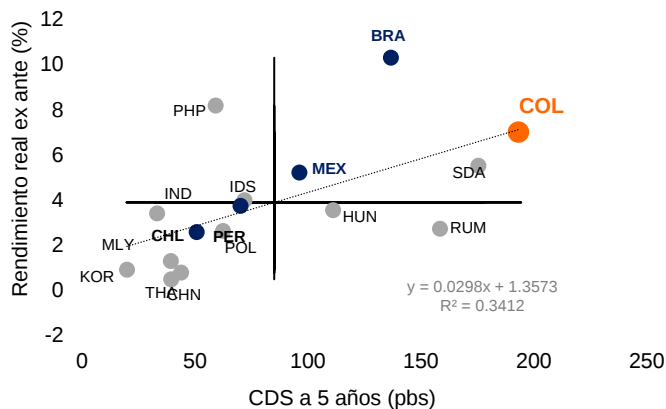
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



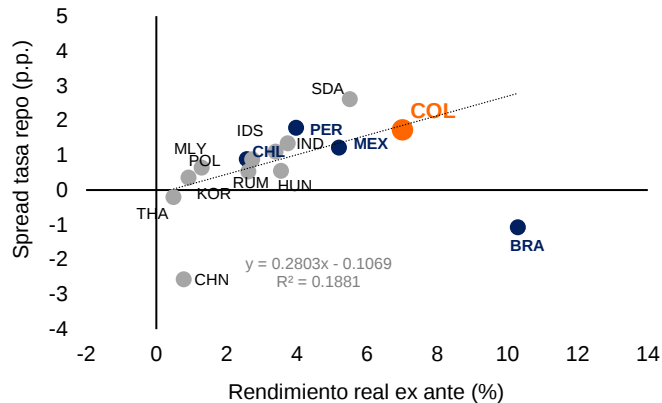
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



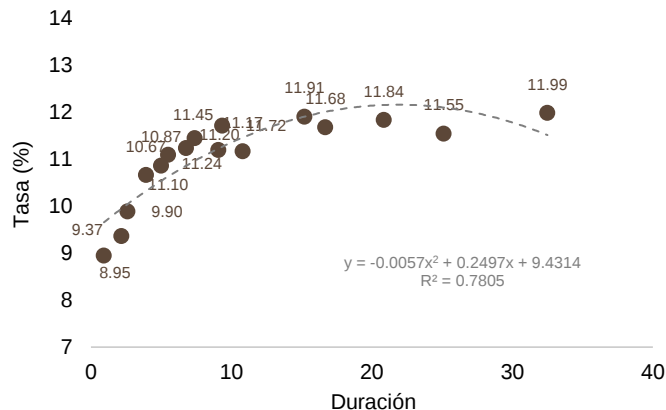
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



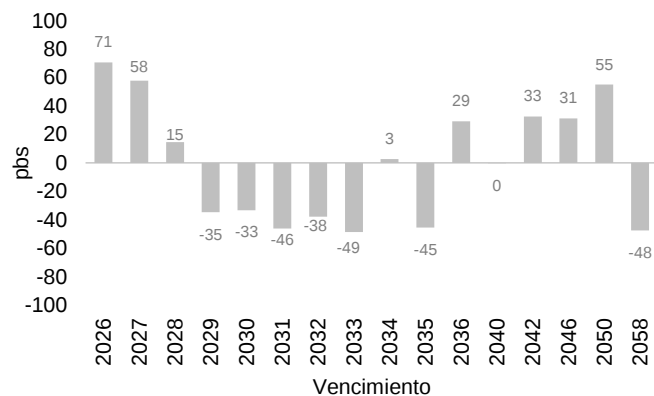
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



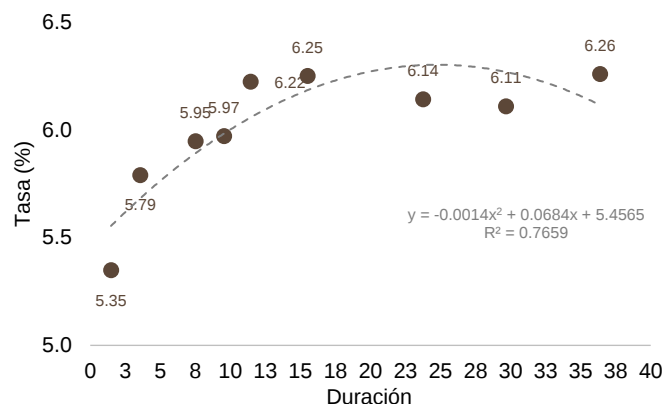
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



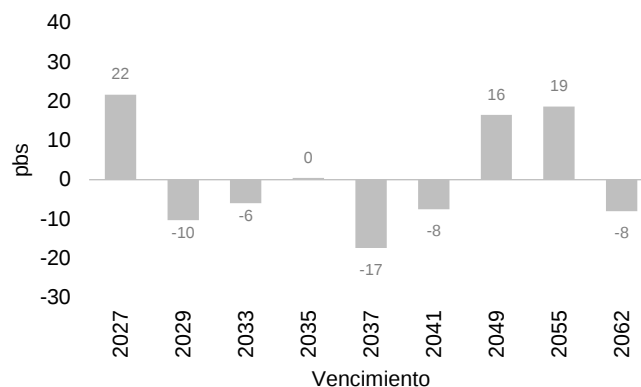
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



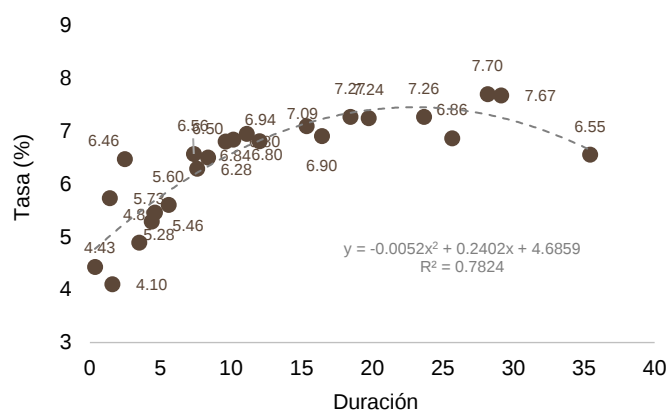
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



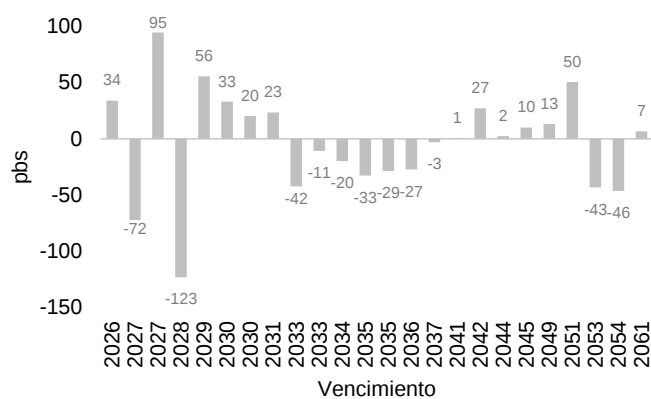
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.8	8.95	1	-35	77	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.8	9.37	8	-68	71	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.2	9.90	11	-58	94	
TFIT05220829	ago-29	11.00	3.0	10.67	-4			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.9	10.87	-8	-6	162	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.0	11.32	-22	17	206	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.1	11.10	-29	-18	169	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.8	11.24	-39	-33	159	
TFIT16300632	feb-33	13.25	4.4	11.24	-39	-33	159	
TFIT11090233	oct-34	7.25	5.5	11.20	-46	-70	133	
TFIT11240135	ene-35	11.75	5.1	11.72	-20			
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.7	11.17	-46	-100	99	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	11.91	-48			
TFIT21280542	may-42	9.25	7.3	11.68	-29	-87	105	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.5	11.84	-42	-93	93	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.8	11.55	-40	-110	82	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.7	11.99	-33			

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	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.2	5.79	-31	73	94	
TUVT07220131	ene-31	6.50	4.2	6.46	-22			
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.3	5.95	-40	65	101	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.2	5.97	-38	56	105	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.5	6.22	-28	77	125	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.9	6.25	-21			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.5	6.14	-26	108	144	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.7	6.11	-25			
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.6	6.26	-13			

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales USD

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLB26	ene-26	4.50	0.3	4.42	-29	-112	-88	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.3	5.73	-40	-61	9	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.5	4.11	-73	-178	-120	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.1	5.36	-144	-109	-7	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.1	4.88	-70	-162	-88	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.9	5.28	-66	-163	-81	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.8	5.46	-54			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.8	5.61	-66	-160	-71	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.6	5.90	-65	-151	-52	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.1	6.50	-60	-54	-38	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.5	6.28	-54	-132	-45	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.4	6.79	-50			
COLGLA35	nov-35	8.00	6.6	6.81	-49	-107	-20	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.0	6.93	-50	-110		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.9	6.79	-51	-112	-28	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.0	7.08	-55	-113	-19	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.4	6.90	-57	-122	-24	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.1	7.25	-60	-106	-16	
COLGLB45	jun-45	5.00	11.0	7.23	-59	-108	-16	
COLGLB49	may-49	5.20	11.6	7.26	-61	-108	-15	
COLGLB51	may-51	4.13	12.9	6.86	-58	-116	-26	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.5	7.71	-57	-93	-9	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.6	7.68	-59	-96		
COLGLB61	feb-61	3.88	14.5	6.55	-62	-134	-39	

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales EUR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLA26	mar-26	3.88	0.5	3.38	35	-14	-62	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.8	3.78				
COLGLA32	sep-32	5.00	5.8	5.18				
COLGLA36	feb-36	5.63	7.4	5.99				

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
