



Una combinación perfecta

Octubre 29 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 mercados de deuda pública a nivel mundial mostraron un buen desempeño en octubre, en medio de múltiples factores que favorecieron descensos importantes en las tasas de interés. El entorno de una política monetaria menos restrictiva, principalmente en EEUU, unos rendimientos reales-seguros que siguen siendo atractivos y temores de burbujas en otros mercados, han constituido un escenario ideal para los bonos soberanos.

En línea con lo anterior, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes mantuvieron un buen comportamiento y reflejan el apetito de los inversionistas por activos de estos mercados, principalmente títulos de deuda. Los bonos soberanos de LATAM tuvieron ganancias marginales, limitadas por deterioros en la percepción de riesgo-país y un ajuste de expectativas de tasas de política monetaria que no anticipan más descensos en el corto plazo.

En el plano local, la Nación realizó con éxito en octubre un séptimo canje con el mercado que permitió reducir en COP 4.8 billones adicionales el saldo de la deuda interna. También se conocieron más detalles sobre la operación de crédito con la banca externa a través del Total Return Swap (TRS), la constitución final del portafolio del colateral y el valor del descuento de la operación que representó el 61.3% del TRS, cubierto casi en su totalidad con TCO.

La razón entre deuda pública neta a PIB sigue descendiendo gracias a las operaciones de manejo de deuda de Crédito Público y la apreciación del USDCOP. Según nuestras estimaciones, al mes de octubre dicha relación ya estaría por debajo del 60%, frente al 60.2% de septiembre. La dinámica de la financiación de corto plazo se mantiene alta frente a la del financiamiento de largo plazo, afectada en parte por la constitución del TRS. Esto último también explicó el significativo flujo comprador por TES de inversionistas extranjeros en meses recientes, en contraste con un menor apetito de inversionistas locales.

Bajo este contexto, los volúmenes de negociación en el mercado secundario permanecieron elevados. La demanda por TES en el mercado primario, principalmente por TES UVR, aumentó significativamente dados los crecientes riesgos inflacionarios. Los TES COP de duraciones cortas registraron las mayores desvalorizaciones del mes, afectadas no sólo por una mayor inflación sino también por la posibilidad de que la actual pausa monetaria de BanRep se prolongue al menos hasta mediados de 2026.

Contexto internacional

Los mercados de deuda pública a nivel mundial extendieron en octubre, en medio de múltiples factores que favorecieron descensos importantes en las tasas de interés y siguen motivando una mayor demanda de los inversionistas por títulos de renta fija, especialmente de mayor riesgo-duración. El entorno de una política menos restrictiva de los principales faros monetarios del mundo, unos rendimientos reales-seguros que siguen siendo atractivos y temores de burbujas en otros mercados, han constituido un escenario ideal para los bonos soberanos.

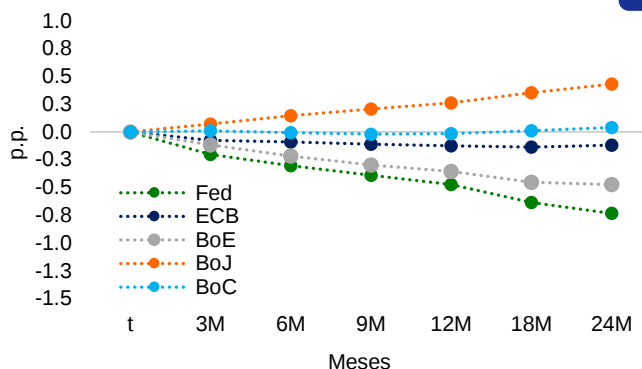
Siguiendo en EEUU, la Fed recortó su tasa de referencia por segundo mes consecutivo en octubre y anunció la finalización a partir de diciembre de su programa de reducción de tenencias de activos o contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés). Esto último implica para el mercado de Tesoros y bonos con respaldo hipotecario (MBS) un alivio en las tasas de interés, especialmente las de largo plazo. El lenguaje de la Fed continúa ratificando una preferencia por llevar su postura monetaria a terreno menos restrictivo, lo cual incluye más recortes de tasas de interés.

La Fed ha ponderado más los riesgos bajistas que existen en la actualidad sobre el empleo, frente a los alcistas sobre la inflación. El actual cierre de Gobierno en EEUU, suscitado por los desacuerdos en el Congreso para aprobar el presupuesto de 2026, se ha convertido en el segundo más largo de la historia y otro riesgo adicional sobre el mercado laboral, el cual evidencia síntomas no despreciables de debilidad. Según algunas cifras disponibles de agencias federales de EEUU, desde el inicio del *Shutdown* se han hecho efectivos cerca de 3,632 despidos en el sector público, una cifra que podría ascender en la medida que se prolongue la parálisis.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, siguen anticipando unas tasas de cierre de 2025 y 2026 en rangos de 3.5% - 3.75% y 2.75% - 3% respectivamente, una trayectoria que es casi 50 pbs por debajo de las previsiones del FOMC. En este sentido, el ciclo de flexibilización monetaria de la Fed a horizontes de 12 a 24 meses se percibe más agresivo frente a otros faros monetarios del mundo (Gráfico 1).

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

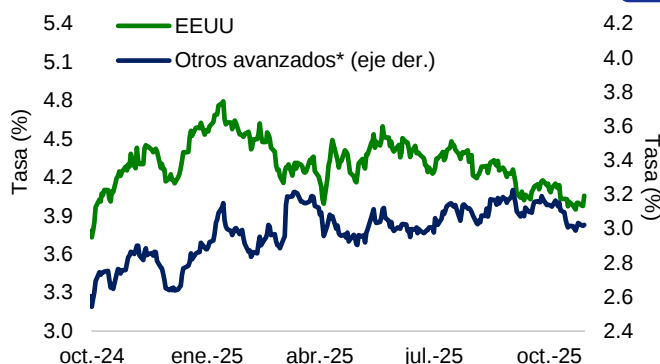
1



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

2



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

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) no tomó decisión de tasas desde nuestro último informe y el mercado anticipa que dejará estables sus tipos de interés al menos en un horizonte de 12 meses. El Banco Central de Inglaterra (BoE) tampoco tomó decisiones de tasas en octubre y el mercado anticipa estabilidad en horizonte de tiempo similares.

El Banco de Japón (BoJ) tampoco tomó decisión de tasas frente a nuestro último informe. El Banco Central de Canadá (BoC) redujo su tasa de interés en 25 pbs hasta 2.25%. Las expectativas implícitas en los mercados anticipan que el BoC mantendrá estable su tasa de interés para lo que resta de 2025, mientras que para el caso del BoJ se sigue descontando aumentos en los tipos de interés, siendo un caso divergente frente a lo esperado en sus pares.

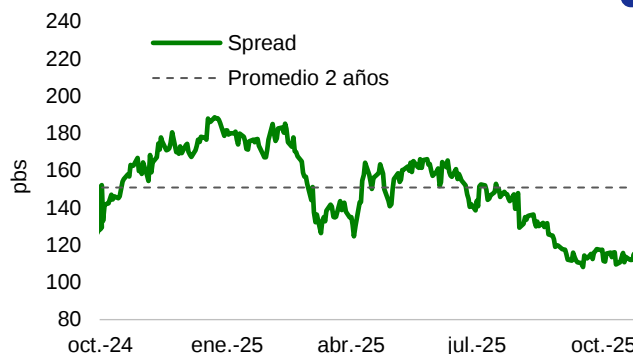
En LATAM, sin tener en cuenta Colombia, los Bancos Centrales (BC) de México, Chile y Perú mantuvieron estables sus tasas de intervención en 7.5%, 4.75% y 4.25%, respectivamente. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, en el balance, las tasas de los principales BC tendrían todavía algún mínimo margen para seguir descendiendo, aunque no necesariamente en el muy corto plazo.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, se redujeron a mínimos desde abril de 2025 y rompieron el soporte del 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 en el último mes, casi en la misma magnitud en comparación a la de los Tesoros (Gráfico 2).

Como consecuencia de lo anterior, el *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se mantuvo relativamente estable en octubre, aunque persiste en mínimos no vistos desde mayo de 2023 (Gráfico 3). La prima a término en las curvas de bonos soberanos de avanzados continuó descendiendo (Gráfico 4), algo que sigue alimentando la demanda de bonos con vencimientos altos (Gráfico 4). No obstante, los niveles actuales de estos diferenciales siguen siendo elevados, consistente con una persistente presión fiscal y mayores exigencias de prima a término de los inversionistas.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

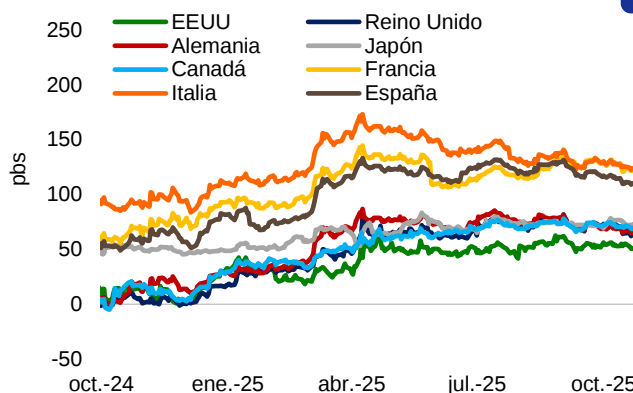
3



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

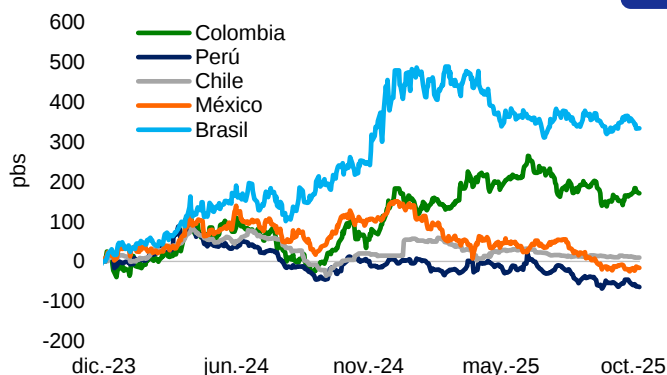
4



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.

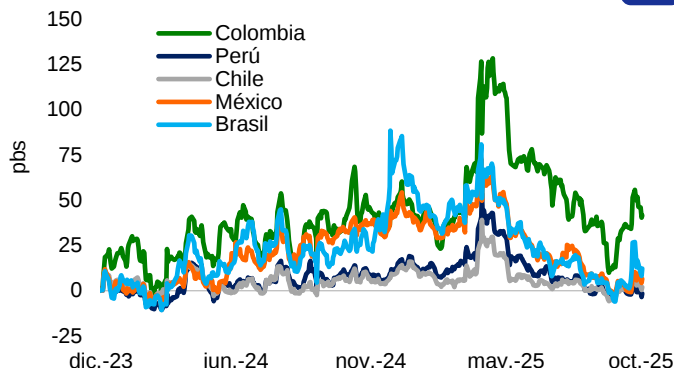
En contraste, las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM registraron aumentos en octubre (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), se incrementaron 7 pbs. Esto fue coherente con el comportamiento alcista de la prima de riesgo-país en LA5, la cual aumentó en el balance pero con mayor fuerza en Colombia y Brasil (Gráfico 6).

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, anotaron en septiembre un máximo no visto desde enero. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las compras netas fueron de USD 37,900 millones, su nivel más alto desde enero de 2025. Por clase de activos, las compras estuvieron concentradas en instrumentos de deuda con una entrada mensual de USD 35,100 millones (Gráfico 7), también la más alta desde enero, donde Asia Emergente y LATAM captaron el 72% de dichos flujos de entrada.

La información preliminar de octubre, según cifras de EPFR, da cuenta de un apetito de inversionistas por bonos soberanos de EM que se habría mantenido. Esta tendencia también la confirman otros índices adelantados de estos flujos, el índice de Bloomberg EMFP, que anticipa entradas netas por USD 40,000 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 155,600 millones, superior a las compras netas por USD 144,600 millones del mismo periodo de 2024.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

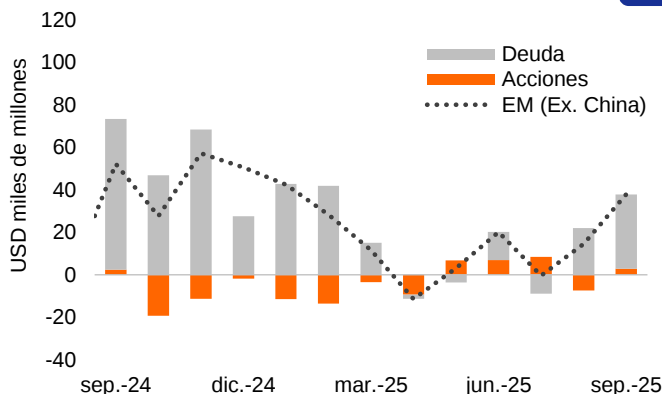
6



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 contraste con el comportamiento de los mercados externos, el mercado de TES COP en octubre tuvo un desempeño desfavorable y los títulos registraron desvalorizaciones. Parte de lo anterior se sustenta por un deterioro en la percepción de riesgo-país, aunque también por una toma de utilidades tras el *rally* que se extendió hasta el pasado mes de septiembre. El reajuste de expectativas del mercado en materia de inflación y tasas de política monetaria fue otro factor que influyó en este resultado y que también explica la mayor demanda de los inversionistas por TES UVR.

La Dirección General de Crédito Público (DGCP) realizó un séptimo canje explícito de deuda interna con los creadores de mercado, constituyéndose al tiempo en uno de los más grandes de la historia. En este canje se retiraron TCO con vencimiento en 2025 y 2026, mejorando no sólo el perfil de amortizaciones sino reduciendo el riesgo de refinanciamiento de corto plazo. También se recogieron TES2025, TES2026, TES2027, TES2028, TES2034 y TES2050 por COP 22.2 billones. Los entregables en esta operación fueron TES2029, TES2035 y TES2058 por COP 17.5 billones.

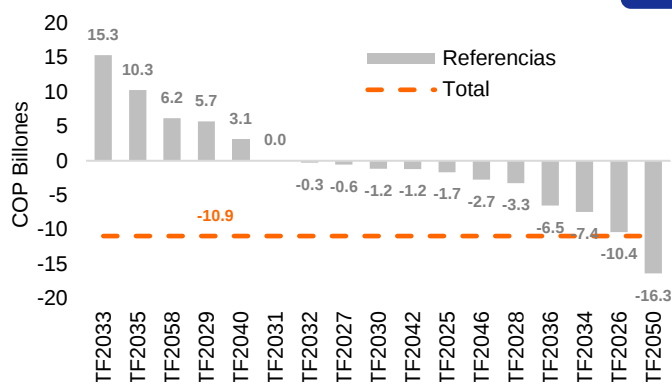
Con esta nueva Operación de Manejo de Deuda (OMD), la DGCP logró reducir en COP 4.8 billones adicionales el saldo de la deuda interna, de los cuales COP 3.7 billones fueron TES de largo plazo y los restantes COP 1.1 billones fueron TCO. La OMD asumió un costo de oportunidad en la extensión en vida media por cupones relativamente más altos. De esta forma, según nuestros cálculos, la reducción del saldo de la deuda interna del Gobierno este año asciende a COP 14.6 billones (0.8% del PIB), de los cuales COP 10.9 billones se han ejecutado en el saldo de TES COP (Gráfico 8), COP 2.6 billones en TES UVR y COP 1.1 billones en TCO.

La DGCP también entregó más detalles sobre la conformación del portafolio del colateral del *Total Return Swap* (TRS) con la banca externa, aclarando no sólo los montos por tipo de garantía que conforman el crédito por USD 9,300 millones, sino también el importe final del valor de descuento de la operación (*haircut*).

De acuerdo con la DGCP, del total del colateral USD 4,662 millones fueron TES USD (TES Globales), que

Variación acumulada saldos TES COP en 2025

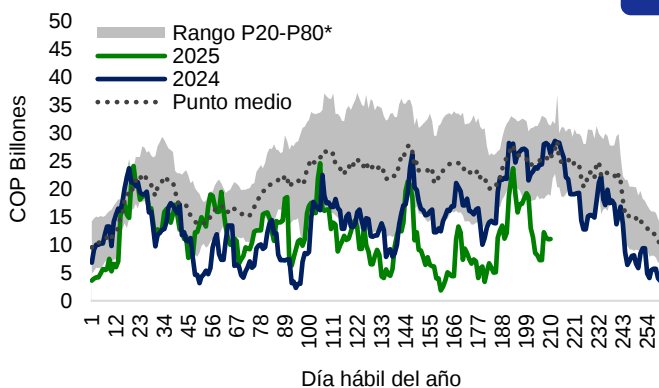
8



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.

corresponden a la recompra de deuda externa que ejecutaron los bancos externos en el marco del TRS. Otros USD 1,554 millones fueron garantías constituidas en Tesoros americanos y los restantes USD 3,108 millones fueron TES. El valor del *haircut* del TRS ascendió a USD 5,700 millones, es decir, un 61.3% del importe de la operación. De ese valor, USD 5,400 millones representan TCO (COP 21.6 billones) que fueron emitidos específicamente como respaldo para la operación, por lo cual no pasaron por el mercado primario. Los restantes USD 300 millones fueron entregables en Tesoros americanos que se habían adquirido para la conformación del colateral del TRS.

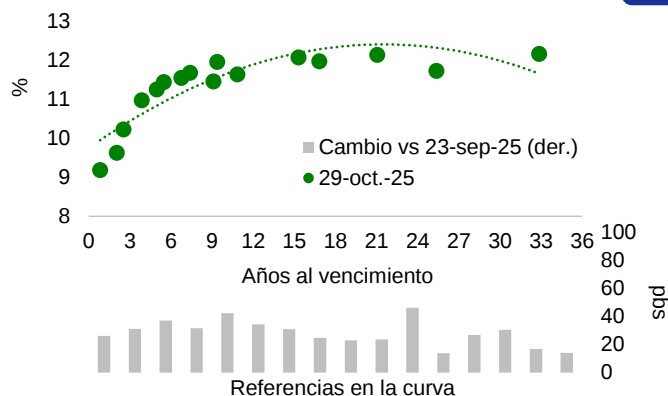
Si bien esta operación aún implica riesgos elevados de refinanciamiento por llamados al margen imprevistos, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) se ha mostrado confiado gracias a su holgada posición de liquidez en USD que le permitiría responder a ello. Además, la DGCP ha venido reduciendo parte del riesgo cambiario frente al franco suizo (CHF) mediante operaciones de cobertura. En efecto, a través de un *Cross Currency Swap* cubrió la recompra de bonos globales por USD 2,000 millones, generando rendimientos financieros positivos por USD 85.2 millones. Esto significa que la exposición cambiaria del TRS sería por USD 5,700 millones y no por USD 7,700 millones, teniendo en cuenta que se descuentan los USD 1,500 millones del colateral formado con Tesoros.

Una vez constituido el colateral del TRS, las presiones para la posición de caja en COP del Gobierno han comenzado a suavizarse. En efecto, el saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 17 de octubre aumentó hasta COP 11 billones, niveles que si bien están muy por debajo de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año, superan ampliamente los COP 1.8 billones que alcanzó como punto mínimo del año recientemente en agosto (Gráfico 9).

Es de esperar que los niveles de caja continúen con esta tendencia alcista, teniendo en cuenta que el próximo 8 de noviembre comienza a operar la Ley de Garantías Electorales y que la presión de gasto asociada al cumplimiento de las obligaciones de la reserva presupuestal de 2024 se ha disipado significativamente.

Evolución mensual de la curva TES COP

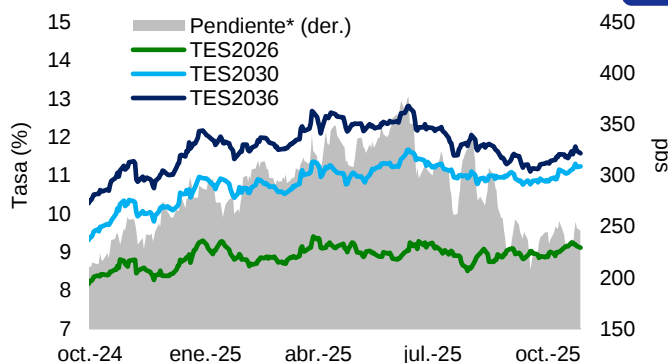
10



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.

Bajo este contexto, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP aumentó 30 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). La pendiente de la curva aumentó hasta 245 pbs, aunque estos niveles siguen siendo bajos en comparación a los evidenciados a principio de año (Gráfico 11).

En el tramo corto de la curva, las desvalorizaciones en tasa fueron del orden de 29 pbs, principalmente afectado por una sorpresa alcista en la variación del IPC de septiembre y un reajuste en las expectativas de tasas de interés del BanRep, y a pesar de las OMD que siguen retirando circulante de estos títulos. Allí sobresalen los aumentos de 31 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 9.63%.

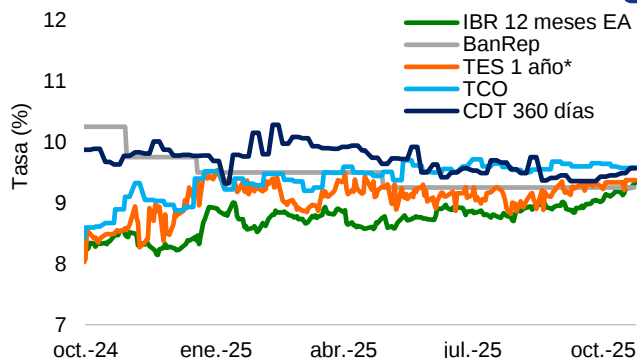
En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 36 pbs. El rendimiento de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementó 32 pbs hasta niveles de 10.97%. En los TES COP de mayor duración se registraron también aumentos en tasa de 25 pbs. Los TES2032 y TES2036 fueron los perdedores en este tramo con aumentos promedio en tasa de 38 pbs hasta niveles de 11.54% y 11.63%, respectivamente.

Las tasas de interés de los TCO, por su parte, se redujeron levemente hasta un promedio de 9.6%, mientras que las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días ascendieron hasta niveles de 9.49%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se mantuvo en terreno negativo, situación que sigue favoreciendo el apetito relativo hacia TCO. Lo anterior contrastó con las tasas implícitas en los swaps de IBR a 12 meses, las cuales aumentaron hasta niveles promedio de 9.18%, máximos desde julio de 2024 (Gráfico 12).

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento bajista de 24 pbs, en promedio (Gráfico 13), en línea con la mayor demanda de los inversionistas por cobertura contra IPC. Los tramos corto y medio de la curva se valorizaron en promedio 24 pbs, donde sobresale la reducción de 27 pbs de los TESUVR2027 hasta 5.01%. Los rendimientos del tramo largo disminuyeron 26 pbs, donde se destacan las valorizaciones de 37 pbs de los TESUVR2041 y TESUVR2062 hasta 5.84%, en ambas referencias.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

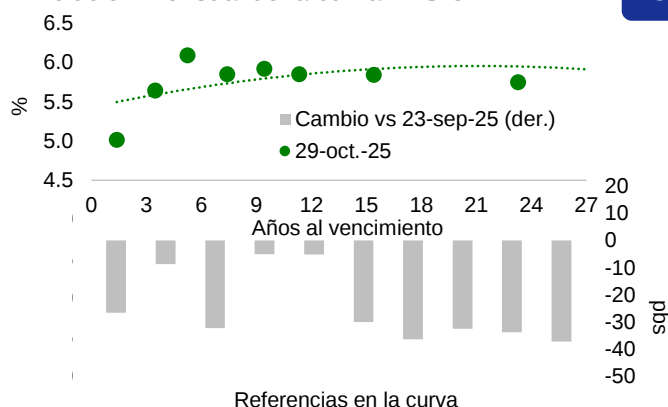
12



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

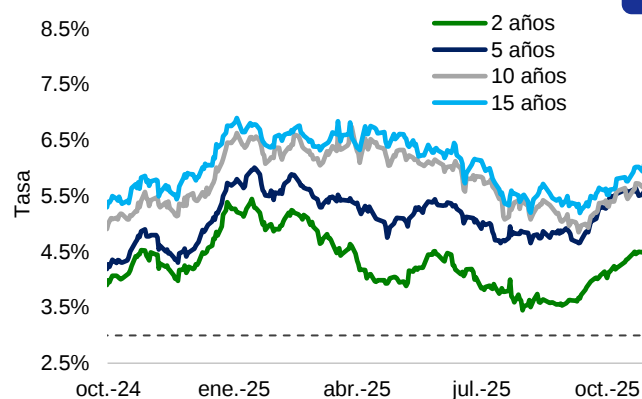
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó hasta 5.51% y alcanzó máximos no vistos desde el pasado mes de junio (Gráfico 14). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también aumentó hasta niveles de 5.4%. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES todavía se mantienen por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

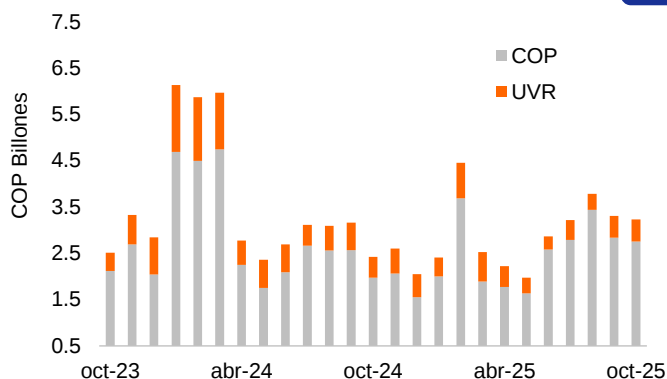
En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 3.2 billones en octubre, inferior a los volúmenes promedio registrados en septiembre, aunque superiores a los COP 2.4 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2035 y TES2050. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, 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 22 de octubre asciende a COP 53 billones, lo que representa un cumplimiento del 89.1% 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 97.6% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al 92.8% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16). Lo anterior responde a la estrategia de la DGCP que redujo el monto de las subastas competitivas para alargar el periodo de emisiones primarias este año, aprovechando así las oportunidades de mercado, seguir generando liquidez en el mercado de TES y reducir las presiones de oferta.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 36 billones, repartidas en COP 23.4 billones de TES COP y COP 12.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 17 billones. Se destaca el fuerte apetito por TES COP y TES UVR en las subastas del mercado primario en el último mes, algo que no se vio reflejado propiamente en las tasas de negociación del mercado secundario. En efecto, en las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en octubre aumentaron levemente hasta un promedio de 11.69% y el *bid-to-cover* del mes alcanzó un promedio de 6.8 veces, el más alto en la historia. En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio descendieron desde máximos históricos hasta 6.15% y el *bid-to-cover*

Volumen de negociación promedio-día en SEN

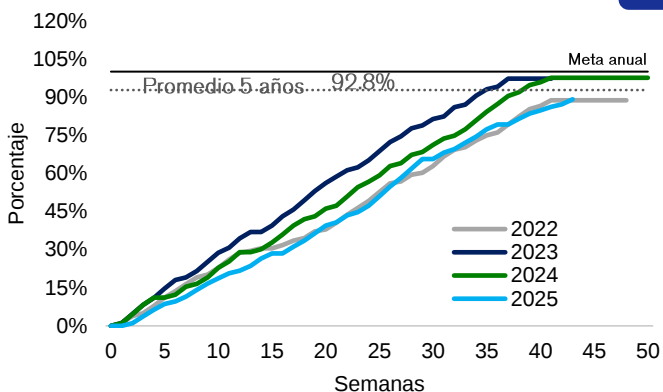
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

aumentó a 5.1 veces, es decir el mayor apetito por estos títulos desde septiembre de 2024.

Por su parte, en las subastas de TCO el monto subastado en el acumulado de 2025 asciende a COP 25.5 billones, lo que representa un 85.9% del nuevo cupo total definido para este año. Las tasas de corte de los TCO en las subastas de octubre registraron un promedio de 9.58%, al tiempo que el *bid-to-cover* aumentó hasta un promedio de 2.5 veces (Gráfico 17).

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 ascendido hasta COP 7.1 billones, situación que fundamentalmente aumenta la oferta de TES, presiona la liquidez de estas entidades y además las tasas de interés del mercado.

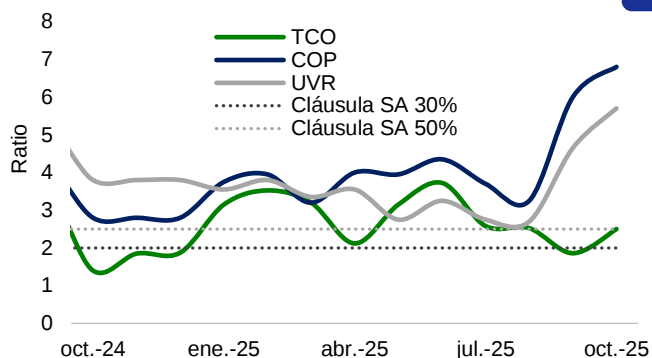
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de septiembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,138 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 63.9%, superior al 58.4% del mismo mes de 2024 y aumentando frente a meses previos como resultado del fuerte financiamiento vía TCO para cubrir el colateral del TRS. La deuda neta total, que descuenta activos líquidos, se ubicó en septiembre en 60.2% según cifras de la DGCP, tendencia que habría continuado en octubre de acuerdo con nuestras estimaciones (Gráfico 18).

El saldo de la deuda interna bruta fue de 45.5% del PIB, superior al 38.3% del mismo mes del año anterior. Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se ubicó en 18.5%, inferior al 20% de septiembre de 2024. Esto último se explica por la apreciación del USDCOP y las OMD en los mercados externos.

De acuerdo con las cifras de tenedores publicadas por el MHCP, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación de 30% del saldo total de la deuda pública interna. En este sentido, las compras de las AFP en el último mes fueron de COP 2.5 billones. Los bancos comerciales vendieron COP 11.8 billones, situación que concuerda con la recuperación

Bid to cover en las subastas primarias de TES

17

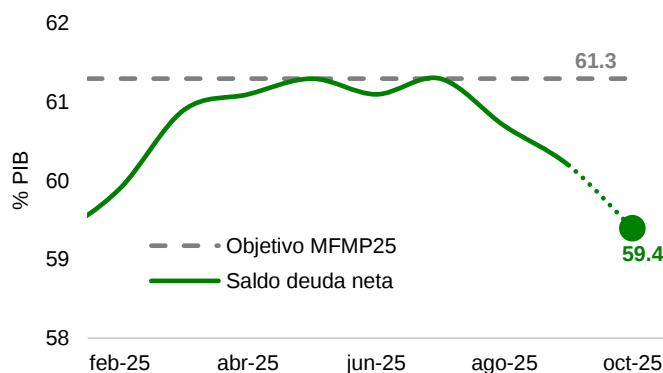


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Evolución de la deuda neta total del GNC

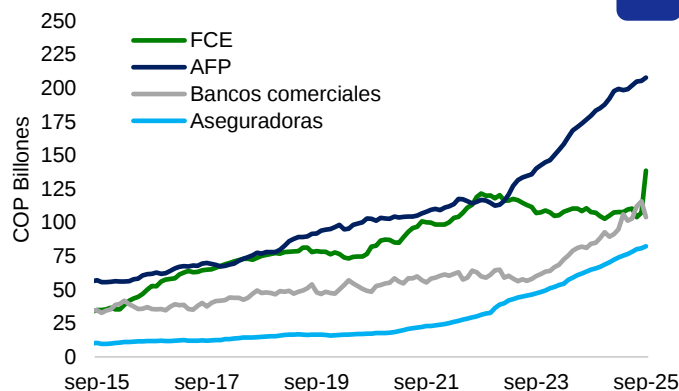
18



Fuente: MHCP. Cálculos de Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

observada de la cartera de los establecimientos de crédito y podría estar sugiriendo una recomposición de sus activos. Así, su participación sobre el saldo total descendió hasta 15% y fueron sobrepasados por los Fondos de Capital Extranjero (FCE). Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.4 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total fue de 11.9%.

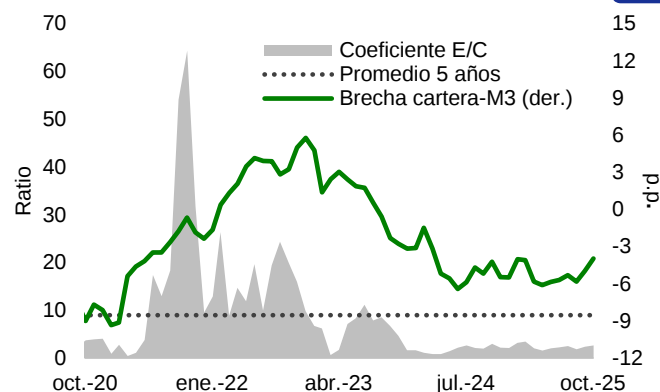
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 2.3 billones. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas por COP 3 billones, la más alta desde agosto de 2024. En el neto, BanRep entregó recursos permanentes a la economía por COP 0.7 billones que mantiene unas condiciones de liquidez adecuadas.

Los FCE realizaron compras significativas en septiembre por COP 31.4 billones, las más altas en la historia (Gráfico 19), pero obedecen mayoritariamente a las operaciones en el marco de la conformación del colateral del TRS. Así, su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna se incrementó hasta un 20%, alcanzando nuevamente la segunda posición como los mayores tenedores de TES.

En lo corrido de 2025, los FCE acumulan compras netas por COP 35.7 billones en el mercado de TES, una cifra significativamente superior a la registrada en el mismo periodo de 2024 cuando su posición compradora era prácticamente nula. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 6.1 billones en octubre, algo que es consistente con las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria que dan cuenta de salidas por USD 692 millones durante las primeras semanas del mes.

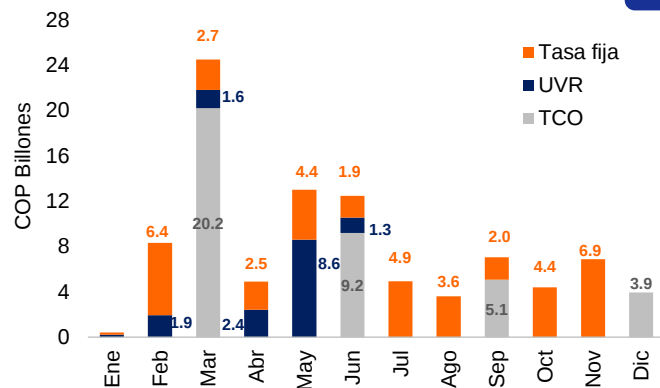
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 18.8 billones durante octubre, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 21.5 billones). El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 18.7 billones, con una utilización que bordeó el 61%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 20.7% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó frente a septiembre y se situó en COP 7.2 billones.

Relación recursos de expansión y contracción



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Pago de cupones y vencimientos en 2025



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) aumentó, aunque 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, si bien ya comenzó a repuntar, se mantiene negativa y tampoco sugiere presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 20).

Para el mes de noviembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 6.8 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estas se derivan del vencimiento de los TES2025 y el pago de cupones de los TES2027 y de los TES2040 (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 5.88% hasta 5.7%, aunque permanece por encima a la tasa promedio de 3.36% 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 en la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES descendieron hasta 6.8%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.76%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.63 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1 p.p.

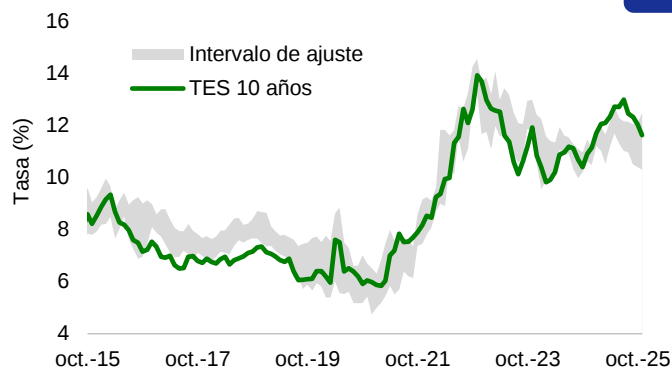
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES202031 y TES2058 con un espacio de valorización de hasta 48 pbs.

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 TESUVR2033 y TESUVR2035, con un espacio de valorización de 19 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

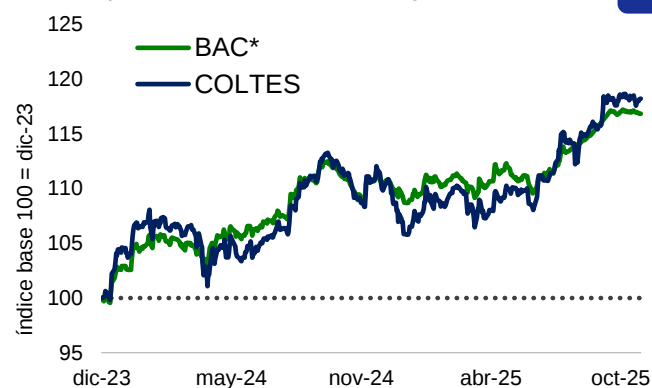
22



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.

mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 44 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 11.45% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.6%, lo anterior sugiere un margen de valorización alrededor de 18 pbs en el corto plazo. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario en el corto plazo es media-alta.

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 -0.18% en octubre. Este retorno fue inferior al 0.17% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 5.8% en agosto hasta 1.8% en octubre (Gráfico 23).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva. Allí se destacan los TES2027 (35%), TES2028 (35%) y TES2029 (18.8%).

Expectativas de corto plazo

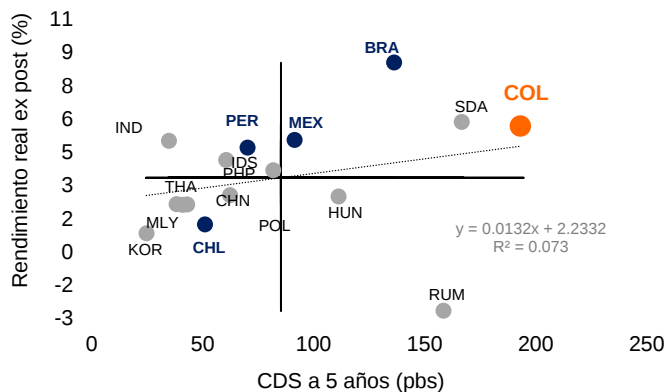
La mayor demanda por rentabilidades atractivas y seguras seguirá favoreciendo el apetito de inversionistas extranjeros por bonos soberanos de mercados EM. La hoja de ruta prevista para la política monetaria de la Fed en EEUU, así como una debilidad del USD que probablemente se mantenga en el corto plazo, son también factores que desde el flanco externo resultan favorables para el mercado de TES.

En este sentido, **esperamos que las tasas de interés de los Tesoros a 10 años se mantengan ligeramente por debajo de 4% para lo que resta de 2025**. Luce poco probable que estos rendimientos desciendan más allá de estos niveles justos, teniendo en cuenta el actual exceso de oferta en el mercado de Tesoros y las continuas presiones fiscales en EEUU.

En el frente local, la DGCP iniciará la segunda fase de su nueva estrategia de financiamiento que contempla más OMD en los próximos meses, pero esta vez enfocadas en retirar del mercado bonos con cupones elevados y no aquellos colocados a descuento. En este sentido, títulos como los TES2029, que pagan un cupón de 11% y que prácticamente dobla el cupón promedio de otros papeles de la parte corta-media de la curva, son los más opcionados para ser sujetos de canjes. Seguimos estimando que el espacio de valorizaciones de los TES del nodo de más largo plazo sigue siendo muy estrecho y que el mayor margen de ganancia continúa concentrado en el tramo medio de la curva.

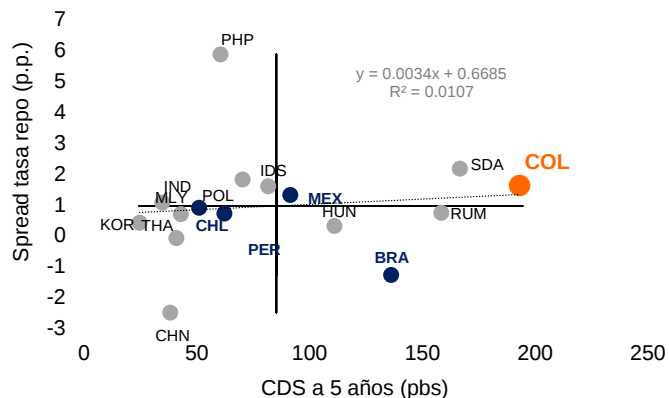
Bajo este contexto, **anticipamos para noviembre niveles objetivo de 9.6% para los TES2027 y de 11.3% para los TES2036**. Creemos que las valorizaciones en la curva TES UVR, particularmente en los TESUVR2029, podrían extenderse dadas las recientes sorpresas alcistas en los datos de inflación y que los dos últimos meses del año suelen tener variaciones mensuales altas en el IPC por efecto estacional. En los TES UVR de más largo plazo el margen de valorización luce muy estrecho, teniendo en cuenta que las inflaciones implícitas alcanzaron recientemente máximos de varios meses.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



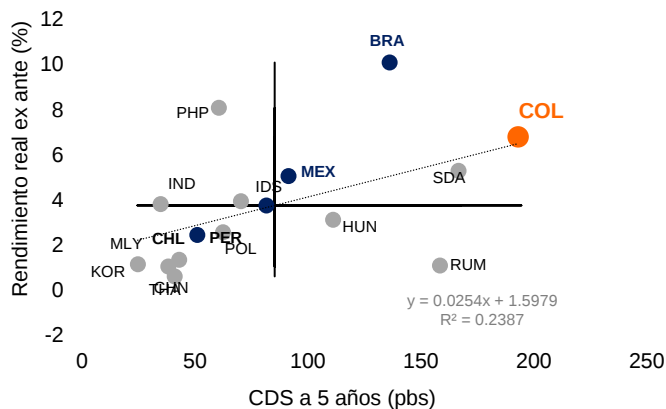
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



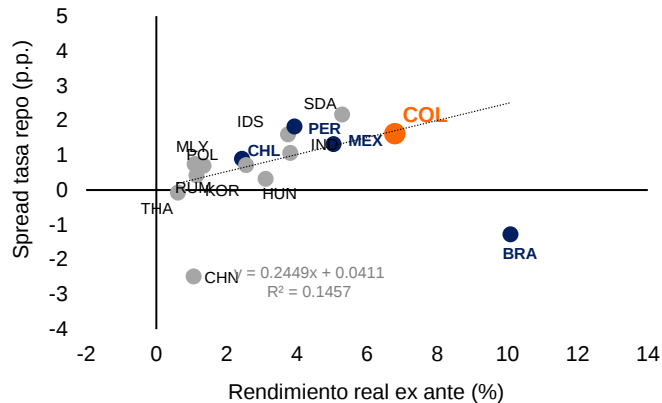
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



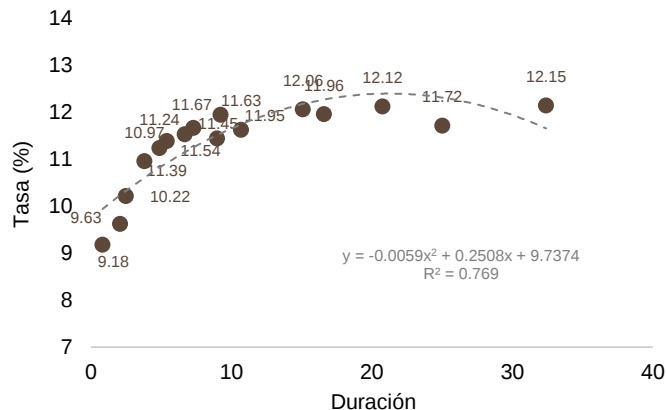
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



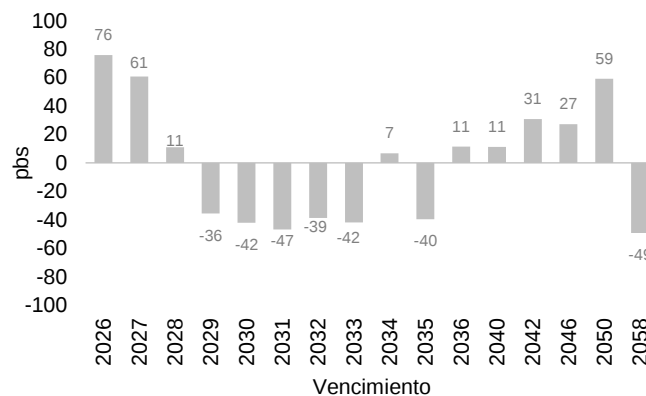
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



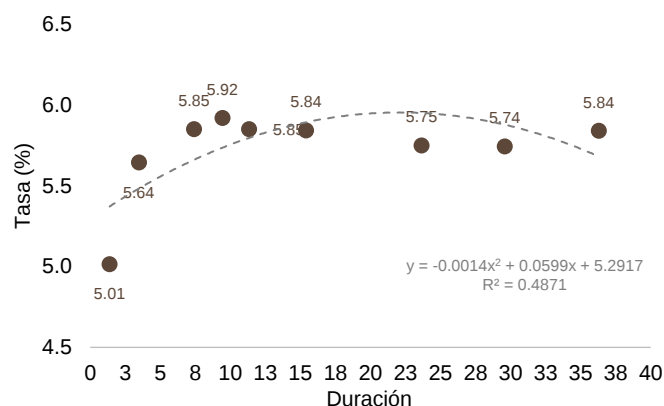
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



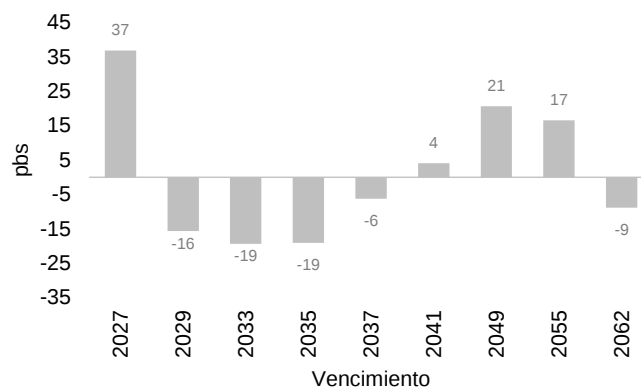
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



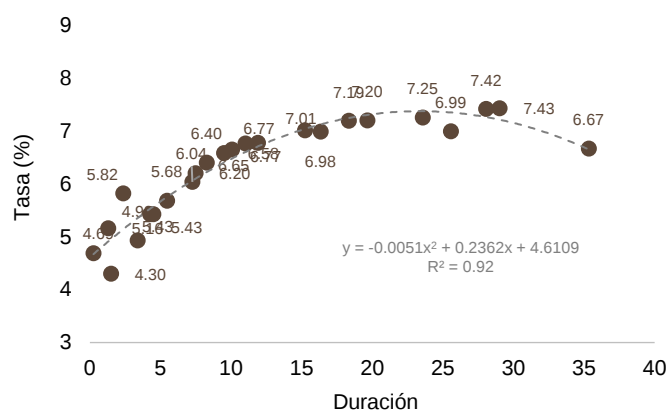
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



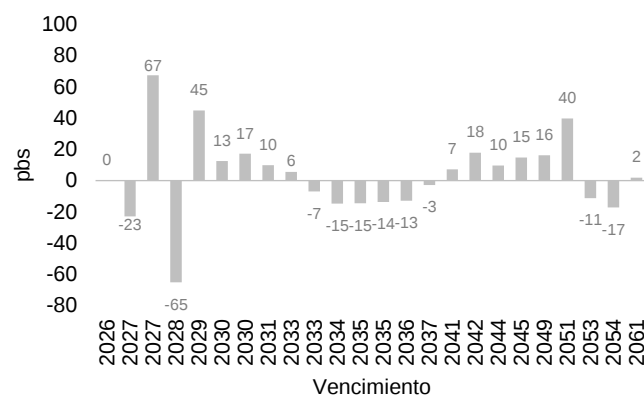
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



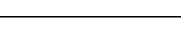
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	9.18	32	-12	49	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.7	9.63	32	-43	13	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.1	10.22	38	-25	36	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.9	10.97	30			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.7	11.24	40	31	104	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.9	11.62	26	47	157	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.9	11.39	29	11	99	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.7	11.54	20	-4	97	
TFIT16300632	feb-33	13.25	4.3	11.54	20	-4	97	
TFIT11090233	oct-34	7.25	5.9	11.45	4	-46	46	
TFIT11240135	ene-35	11.75	5.0	11.95	18			
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.5	11.63	32	-54	48	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.1	12.06	4			
TFIT21280542	may-42	9.25	7.1	11.96	21	-59	53	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.3	12.12	22	-65	54	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.5	11.72	8	-93	21	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.5	12.15	11			

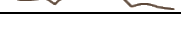
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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	1.3	5.01	-15	23	-6	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.2	5.64	9	58	38	
TUVT07220131	ene-31	6.50	4.1	6.09	-26			
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.2	5.85	4	55	50	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.1	5.92	0	51	52	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.5	5.85	-30	39	39	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.0	5.84	-37			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.7	5.75	-25	69	56	
TUVT32160655	may-55	5.25	14.0	5.74	-33			
TUVT38010262	feb-62	6.50	14.1	5.84	-38			

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	0.2	4.80	22	-73	-33	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.2	5.06				
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.4	4.34	15	-155	-124	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.0	5.81				
COLGLB29	mar-29	4.50	3.0	4.96	-1	-154	-125	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.7	5.46	2	-145	-120	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.7	5.47	-15			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.7	5.71	-12	-150	-119	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.5	5.97	-14	-144	-109	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.0	6.11	-45	-94	-86	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.4	6.25	-18	-134	-111	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.4	6.63	-30			
COLGLA35	nov-35	8.00	6.5	6.69	-25	-120	-94	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.4	6.81	-26	-122		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.8	6.81	-14	-110	-89	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.0	7.05	-17	-117	-88	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.2	7.02	-6	-110	-84	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.1	7.23	-17	-109	-79	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.9	7.23	-14	-109	-75	
COLGLB49	may-49	5.20	11.5	7.29	-11	-105	-74	
COLGLB51	may-51	4.13	12.7	7.03	-2	-99	-73	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.6	7.44	-40	-120	-98	
COLGLB54	oct-54	8.38	11.5	7.46	-37	-118		
COLGLB61	feb-61	3.88	14.1	6.71	0	-117	-88	

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	0.4	3.71	27	19	-37	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.7	3.86	7			
COLGLA32	sep-32	5.00	5.7	5.33	14			
COLGLA36	feb-36	5.63	7.3	6.10	7			

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.
