



Diciembre 23 de 2025

Pocas opciones, muchas tensiones

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

Las tasas de interés en los mercados de deuda a nivel global presentaron una tendencia alcista en diciembre, afectadas de nuevo por las continuas tensiones de política monetaria-fiscal, un proceso de desinflación global que sigue estancado y un mayor apetito por riesgo que desincentivó la demanda por títulos de renta fija. En EEUU, la Fed ha dado señales de no tener ningún afán por seguir recortando su tasa de referencia en el corto plazo, en la actualidad muy cerca de su nivel neutral, aunque el mercado sigue apostando por recortes más agresivos en la tasa de política monetaria.

La demanda de inversionistas extranjeros por bonos soberanos de mercados emergentes siguió fuerte en noviembre. La información preliminar de diciembre sugiere continuidad en esta dinámica de estos flujos de compra, apoyados en rentabilidades reales muy atractivas. En LATAM, las compras de bonos se mantuvieron relativamente estables y siguen siendo comparativamente más bajas frente a bonos de otros mercados emergentes.

En el plano local, el mercado de TES presentó una fuerte volatilidad en diciembre, en medio de múltiples factores que han generado distorsiones significativas en las tasas de interés de negociación. También existen otros factores ligados al manejo de deuda de la Nación que tuvieron impactos en el mercado, en medio de un notable deterioro en la percepción de riesgo país y el reciente recorte en la nota soberana de Colombia desde BB+ hasta BB por parte de Fitch Ratings.

La Nación realizó en diciembre una colocación directa de TES por COP 23 billones con un inversionista extranjero para pre-financiamiento de 2026. No obstante, esta operación ha requerido más intervenciones de Crédito Público en el mercado de TES. Se estima que, al menos, cerca de COP 5 billones hayan sido las compras de TES para calzar esta colocación, teniendo en cuenta el saldo del portafolio de TES la Nación y los cupos remanentes de emisión de TES para este año.

Bajo este contexto, las tasas de interés de los TES presentaron reducciones significativas tras los anuncios de esta colocación directa, las compras de TES de Crédito Público y el reajuste en las expectativas del mercado tras la última reunión de política monetaria de BanRep. Aislando estos efectos, la demanda de los inversionistas en las subastas que tuvieron lugar en diciembre continuó débil.

Contexto internacional

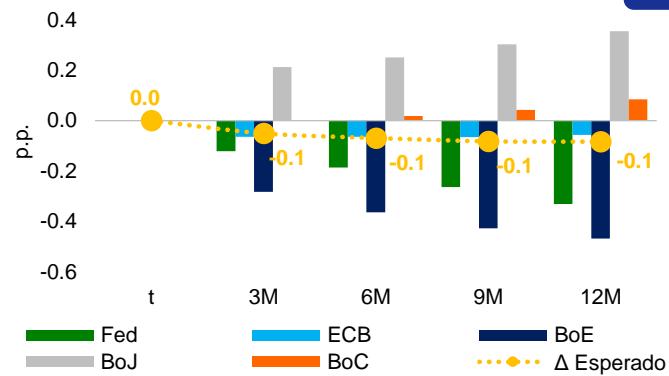
Las tasas de interés en los mercados de deuda pública mundiales presentaron una tendencia alcista en diciembre, afectadas una vez más por las continuas tensiones de política macroeconómica monetaria-fiscal, pero también por un proceso de desinflación global que sigue estancado (ver “Una golondrina no hace verano” en [IMCE – Diciembre de 2025](#)). El mayor apetito por riesgo de los inversionistas también afectó negativamente la demanda por títulos de renta fija (seguros-refugio) y fue otro determinante de este comportamiento.

En EEUU, la Fed recortó sus tasas de interés en 25 pbs hasta el rango 3.5% - 3.75%, en línea con las estimaciones del mercado. La Fed ha dado señales de no tener ningún afán por seguir recortando su tasa de referencia en el corto plazo, en la actualidad muy cerca de su nivel neutral. En los niveles actuales, la Fed mencionó que esperará por más información-datos no sólo para evaluar los efectos de sus recientes decisiones, sino también antes de tomar cualquier decisión futura (ver “Pocas sorpresas, mucha incertidumbre” en [CE – Diciembre 11 de 2025](#)). El emisor también ratificó su cambio de estrategia de reinversiones de vencimientos de su portafolio, cuyo nuevo objetivo es suavizar las crecientes tensiones de liquidez en el mercado monetario y de deuda pública en EEUU.

En este entorno, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, descuentan ahora 2 recortes de 25 pbs en 2026, los cuales llegarían durante la segunda mitad del año (Gráfico 1). El mercado ha venido ajustando sus expectativas frente a unas anteriores muy agresivas que anticipan un ciclo de 75 pbs de reducciones de tipos de interés el próximo año, pero todavía existe una desconexión frente a lo que el nuevo material de proyecciones de los miembros del FOMC sugiere: apenas 1 recorte de 25 pbs en las tasas de interés.

En Europa, el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) mantuvo inalterada su principal tasa de referencia en 2.15% y el mercado anticipa estabilidad en los próximos 12 meses. El Banco Central de Canadá (BoC) también dejó estable su tasa de intervención en 2.25% e implícitamente no se descuentan movimientos en el futuro cercano. Por su parte, el Banco Central de

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.

1

2

Inglaterra (BoE) redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 3.75% y el mercado espera más recortes de hasta 50 pbs en los próximos 12 meses.

El Banco de Japón (BoJ) es el único faro monetario en el mundo que viene ejecutando una normalización de su postura ultra laxa e incrementó su tasa de intervención en 25 pbs hasta 0.75%, alcanzando su nivel más alto en 30 años. El BoJ dejó abierta la puerta a más incrementos de tasas que podrían extenderse más allá del próximo año dadas las fuertes presiones inflacionarias, algo que está plenamente descontado por el mercado.

En LATAM, los Bancos Centrales (BC) de Perú y Brasil mantuvieron estables sus tasas de intervención en 4.25% y 15%, respectivamente. Por su parte, los BC de Chile y de México redujeron sus tipos de interés en sendos 25 pbs hasta 4.5% y 7%, en ese mismo orden. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, las tasas de política monetaria permanecerían inalteradas en los próximos meses, con una única excepción en Colombia donde se descuentan incrementos de al menos 100 pbs en los tipos de interés el próximo año.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, aumentaron en diciembre hasta niveles ligeramente por encima de 4.2%, máximos no vistos desde septiembre (Gráfico 2). Las tasas de interés de largo plazo de bonos soberanos de otros mercados desarrollados registraron también una tendencia alcista en el último mes, replicando el movimiento de los Tesoros.

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 permaneció relativamente estable, pero continua en niveles muy por debajo de su promedio histórico (Gráfico 3). La prima a término en las curvas de bonos soberanos de avanzados aumentó en diciembre (Gráfico 4), consistente con las tensiones monetarias-fiscales descritas previamente y mayores exigencias de prima a término de los inversionistas.

En LATAM, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos registraron movimientos mixtos en diciembre, con un particular repunte en las tasas de interés de la deuda soberana de Colombia (Gráfico 5). El promedio de

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

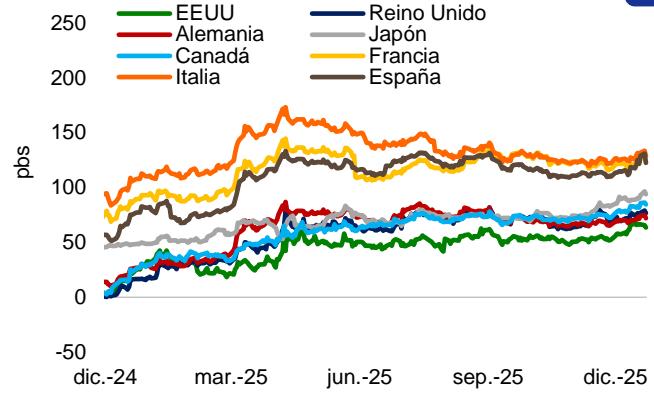


3

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

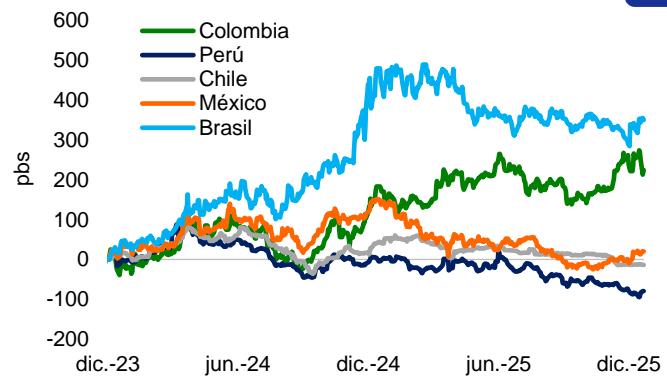
Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública



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.

los bonos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) se mantuvo relativamente estable, pero al excluir el movimiento de la deuda de Colombia dicho promedio mostró un descenso de 4 pbs.

Todo lo anterior fue coherente con unas primas de riesgo-país en la región que no mostró cambios significativos, salvo por el caso particular Colombia donde hubo un deterioro significativo en la percepción de riesgo país de los inversionistas (Gráfico 6). En efecto, el CDS a 5 años de Colombia aumentó 25 pbs y persiste por encima del promedio de sus pares regionales, ampliando esta brecha hasta niveles muy significativos de 124 pbs.

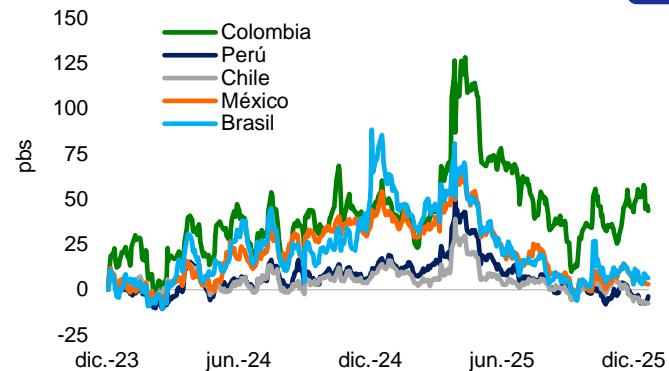
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, se desaceleraron en noviembre. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas netas fueron de apenas USD 1,800 millones, resultado de compras por instrumentos de deuda por USD 13,900 millones y ventas de títulos de renta variable por USD 12,100 millones. Aunque la preferencia por deuda se ha mantenido, las dinámicas recientes de estos flujos muestran una clara desaceleración en 4T25 frente a lo observado en trimestres previos (Gráfico 7).

Según lo que sugieren algunas variables proxy de flujos de inversión hacia EM, en diciembre el apetito de los inversionistas por activos de mercados EM estaría mejorando, motivados por las recientes decisiones de la Fed. Dichas entradas seguirían concentradas en títulos de deuda, das unas rentabilidades reales muy atractivas que le siguen ganando el pulso a los retornos que ofrece la deuda soberana de mercados avanzados.

En el acumulado del año, la demanda extranjera por bonos EM sin China asciende a USD 226,100 millones. Este importe supera con creces las compras netas por USD 166,000 millones del mismo periodo de 2024, en línea con una debilidad global del USD y unas mejores condiciones financieras internacionales. La región con la mayor participación es África y Medio Oriente (31.2%), seguida de Asia sin China (29.8%), Europa (20.9%) y LATAM (18.1%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

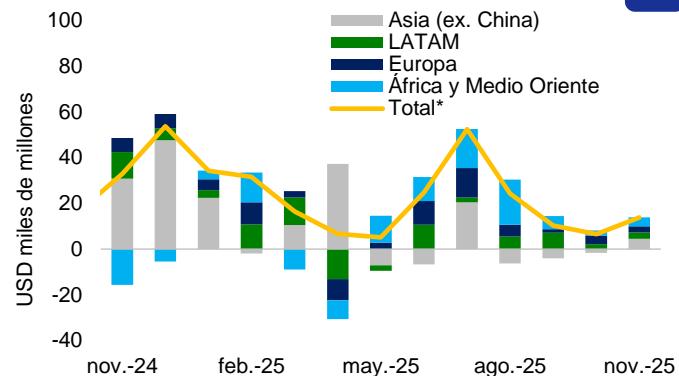


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2023.

Compras netas de no residentes en renta fija EM

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inversión de cartera hacia títulos de deuda excluyendo a China.

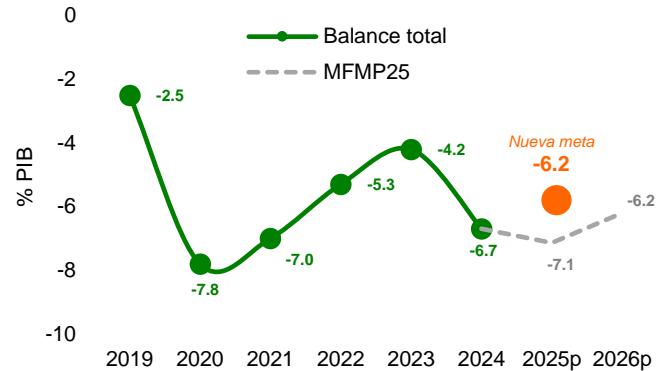
Mercado local

El mercado de TES presentó una fuerte volatilidad en diciembre, en medio de múltiples factores que han generado distorsiones significativas en las tasas de interés de negociación. Parte de ellos han sido netamente de carácter especulativo, especialmente los asociados a unas expectativas del mercado exacerbadas en torno a los futuros movimientos de tasas de interés de BanRep, pero también otros ligados al manejo de política fiscal y gestión de la deuda de la Nación en un entorno de elevadas necesidades de financiamiento.

Sobre esto último, en días recientes se conoció que el Gobierno realizó una colocación directa con un inversionista extranjero por COP 23 billones (USD 6,000 millones)¹, especialmente con TES de muy largo plazo y en condiciones de compra hasta el vencimiento². La operación ocurre en un contexto donde gracias a las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) el Gobierno redujo su meta de déficit fiscal para este año desde 7.1% del PIB hasta 6.2% del PIB (Gráfico 8), al tiempo que ha dicho que las metas de déficit para los próximos años, incluidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25), podrían ser más bajas pese a las múltiples advertencias de analistas y el propio Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF)³.

Desde el punto de vista de la Dirección General de Crédito Público (DGCP), esta operación no sólo permite reducir las necesidades de financiamiento de 2026, sino también mitigar los potenciales efectos-presiones de oferta sobre el mercado si hace a través de subastas y/o colocaciones directas con entidades públicas. Además, evita riesgos de crédito colaterales sobre el sector privado (*Crowding Out*, como se le conoce en la literatura), pues al no ser una mayor colocación de bonos soberanos en el mercado local, no genera competencia entre el Gobierno con los agentes privados (hogares y empresas) por la disponibilidad de los fondos prestables de la economía.

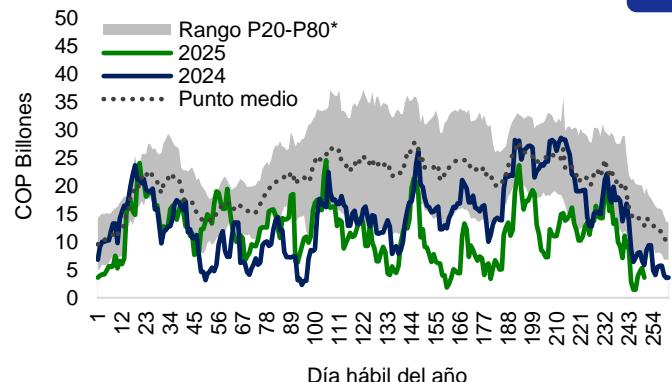
Balance del Gobierno Nacional Central (GNC)



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

8

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.

¹ El Gobierno confirmó recientemente que dicho inversionista es *Pacific Investment Management Company* (PIMCO), una de las firmas de inversión más grandes del mundo.

² Los TES vendidos al inversionista extranjero fueron TES COP con vencimientos en 2029, 2033, 2035 y 2040, con cupones de 11%, 13.25%, 11.75% y 12.75%, respectivamente. En todos los casos, las tasas de los títulos vendidos estuvieron, en promedio, unos 60 pbs por encima de las tasas de negociación en el mercado secundario.

³ Sin fuentes adicionales de ingresos tributarios-permanentes, el CARF estima un ajuste requerido del gasto primario de COP 45.3 billones para cumplir la meta de déficit fiscal de 6.2% del PIB para 2026.

Sin embargo, la dirección de estas medidas dentro del mercado aún no ha sido plenamente digerida. De hecho, más allá de alguna reacción positiva que se ha dado posterior a este anuncio, el sentimiento no ha sido precisamente de optimismo. Por un lado, las presiones estructurales de un gasto primario desbordado, en un contexto de serias limitaciones para buscar fuentes de ingresos tributarios adicionales, implica unas crecientes presiones sobre el mercado de deuda pública que no se pueden cubrir permanentemente con OMD. Esto ha sido el argumento para que, en semanas recientes, Fitch Ratings haya degradado otro escalón la nota soberana de Colombia desde BB+ hasta BB, sumándose a lo que ya había hecho S&P en junio pasado.

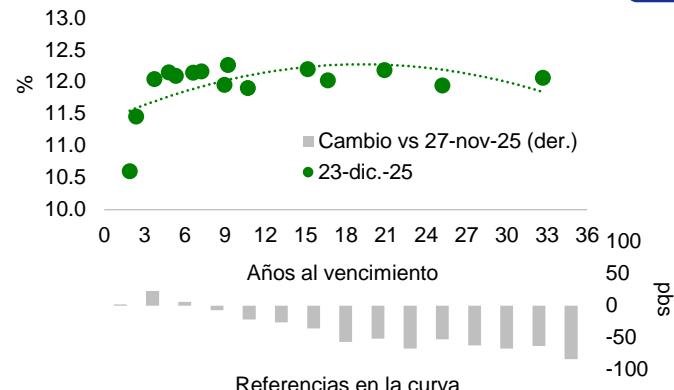
Adicionalmente, ante una posición de liquidez en COP que sigue siendo estrecha (más allá de que se ha venido recuperando), la constante intervención de la DGCP en el mercado de TES y en el cambiario sigue generando distorsiones no despreciables en los precios (ver “Entre compras y ventas, se anula la diferencia” en [IMC – Noviembre de 2025](#)). De hecho, es altamente probable que buena parte de esta colocación directa de TES con extranjeros se haya calzado a través de fuertes compras de TES de la DGCP en el mercado y ventas de USD (monetizaciones).

En este entorno, la DGCP no anunció OMD internas ni externas durante el último mes del año. En suma, la DGCP confirmó que gracias a las OMD durante todo 2025 se logró reducir el saldo nominal de la deuda interna en COP 30 billones. Según nuestros cálculos, la reducción del saldo de la deuda interna en 2025 fue de COP 14.6 billones (1% del PIB), de los cuales COP 10.9 billones fueron TES COP, otros COP 2.6 billones fueron TES UVR y los restantes COP 1.1 billones fueron TCO. Los restantes COP 15.4 billones fueron reducciones en el saldo de la deuda externa, principalmente deuda denominada en USD.

La DGCP también señaló que la exposición de la Nación al *Total Return Swap* (TRS) es de apenas USD 4,600 millones, correspondiente a los TES USD que hicieron parte de la recompra externa ejecutada por los bancos internacionales. Con el fin de cancelar el TRS en 2026, la Nación emitirá más bonos en USD, los cuales no estarán destinados a financiar el déficit fiscal sino a sustituir los bonos que se encuentran actualmente vinculados al TRS y así liberarlos de esta operación. En este sentido, se

Evolución mensual de la curva TES COP

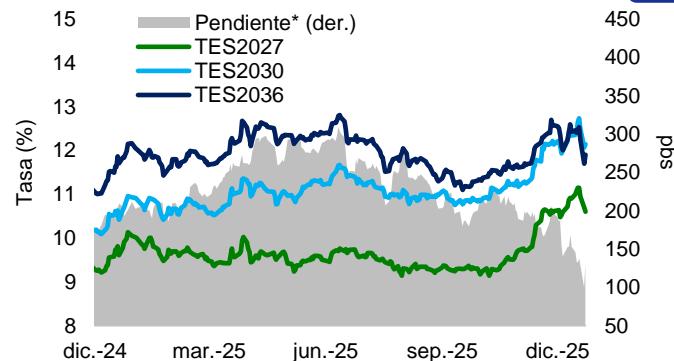
10



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 TES2027.

trata de una OMD que no aumentará el endeudamiento externo neto. El restante colateral del TRS, compuesto principalmente por TES y TCO serán utilizados junto con la caja en USD para cubrir potenciales llamados al margen y desmontar el resto de la operación sin necesidad de incurrir en nuevas emisiones de deuda.

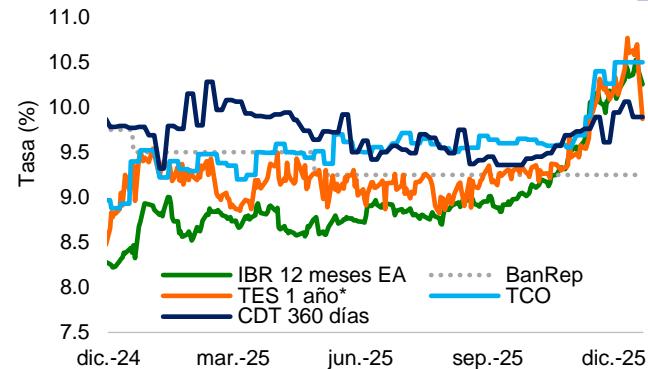
La posición de liquidez en COP del Gobierno sigue siendo crítica y el saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 12 de diciembre se ubicó en COP 3.6 billones, lo que representa una posición de caja muy por debajo de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9). No obstante, según lo declarado por la propia DGCP, sumando las disponibilidades en cuentas en el exterior y el saldo del portafolio de TES de la Tesorería Nacional (COP 13 billones), la caja total se ubica cerca de COP 20 billones.

Bajo este contexto, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP se desplazó a la baja 17 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10), especialmente en los nodos de la parte media y larga, donde se ubican los TES entregados como parte de la colocación directa con el inversionista extranjero y donde precisamente la DGCP habría estado comprando activamente títulos al mercado. La pendiente de la curva se redujo significativamente hasta 130 pbs, algo no visto desde mediados de 2024 (Gráfico 11).

En el tramo corto de la curva, que ha sido el más afectado por el reajuste de expectativas de tasas BanRep y la mayor emisión de títulos de menor duración, las desvalorizaciones en tasa fueron del orden de 12 pbs. Allí sobresalen los aumentos de 23 pbs en los rendimientos de los TES2028 hasta niveles de 11.46%, que incluso alcanzaron máximos no vistos desde comienzos de 2023 de 11.94%. Esos niveles máximos se corrigieron rápidamente tras la reciente decisión de BanRep de mantener las tasas estables en 9.25%.

Lo anterior fue consistente con la fuerte volatilidad que evidenciaron las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario. En efecto, las tasas implícitas en los swaps de IBR a 12 meses aumentaron hasta niveles de 10.53%, máximos desde febrero de 2024, pero tras la decisión de BanRep se redujeron hasta 10.25% (Gráfico 12). Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón también llegaron a tocar máximos de 10.78%, pero

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

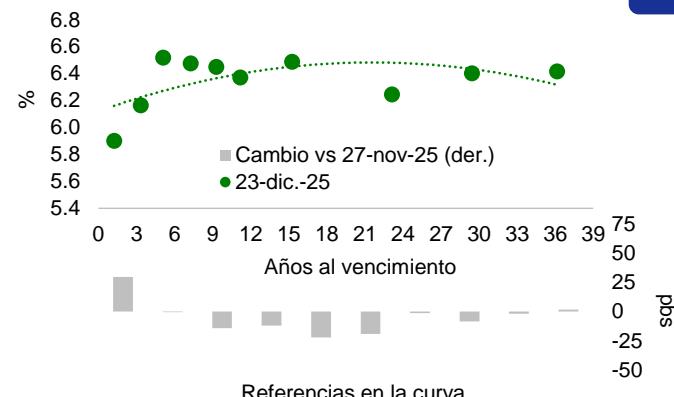


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

12

Evolución mensual de la curva TES UVR



Referencias en la curva

Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

13

revirtieron significativamente este movimiento y cayeron posteriormente hasta 9.87%.

En la última subasta de TCO, los rendimientos de estos papeles cortaron en 10.5%, niveles muy altos que reflejaron una muy poca demanda de los inversionistas. Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 10.06% y luego descendieron hasta 9.97%. No obstante, siguen muy por debajo de las tasas de los TCO, lo que mantiene este diferencial en terreno negativo y en mínimos no vistos desde marzo de 2022.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones promedio de 7 pbs. El rendimiento de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementó 6 pbs hasta niveles de 12.04%. En los TES COP de mayor duración se registraron fuertes valorizaciones en tasa de 57 pbs. Los TES2046 y TES2058 fueron los ganadores en este tramo con reducciones promedio en tasa de 75 pbs, hasta niveles de 12.187% y 12.06%, respectivamente.

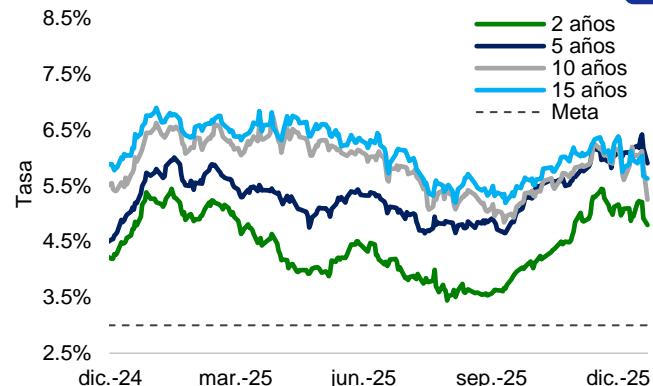
La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento al alza de apenas 4 pbs durante en promedio durante el último mes, replicando en parte el comportamiento de la curva TES COP (Gráfico 13). El tramo corto presentó una desvalorización de 30 pbs, donde el rendimiento de los TESUVR2027 aumentó hasta 5.9%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones de 8 pbs, donde se destaca la valorización de 22 pbs de los TESUVR2035 hasta 6.45%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 5.45% (Gráfico 14). Por otra parte, el promedio que se sustraen de la curva cero-cupón de los TES aumentó hasta niveles de 6.04%. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES todavía se mantienen por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.6 billones en diciembre, inferior a los volúmenes promedio registrados en noviembre, aunque superior a los COP 2.1 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2028, TES2029 y TES2046. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2031 y TESUVR2062.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

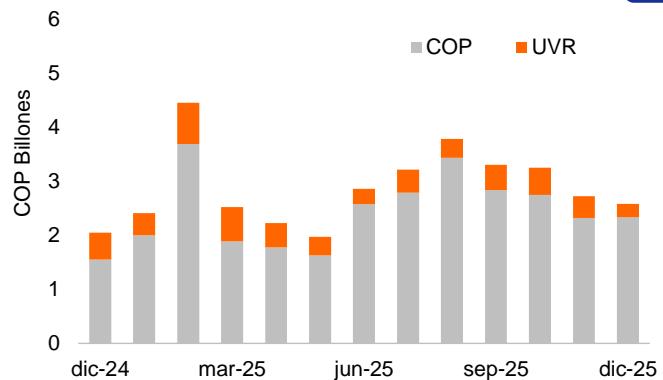
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total colocado hasta el 18 de diciembre asciende a COP 62.3 billones, lo que representa un cumplimiento del 104.6% de la meta estipulada en el MFMP25 por COP 59.5 billones. Sin embargo, tras las modificaciones hechas en octubre a los topes de emisiones este año, el cumplimiento se reduce a un 84.5% de la meta de COP 73.7 billones (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en 2025 alcanzaron los COP 43.8 billones, repartidas en COP 28.2 billones de TES COP y COP 15.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 18.5 billones. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en diciembre aumentaron hasta un promedio de 12.6% y alcanzaron máximos desde febrero de 2023, en medio de un *bid-to-cover* que descendió hasta un promedio de 2.7 veces, el más bajo desde 2022 (Gráfico 17). En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio subieron hasta 6.48% y el *bid-to-cover* se redujo hasta 3 veces.

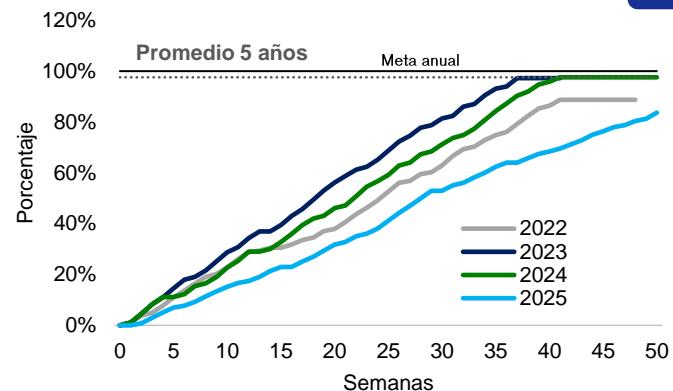
Por su parte, en las subastas de TCO el monto subastado en 2025 fue de COP 31.6 billones, lo que representa un 106.4% del nuevo cupo total definido para este año. Las tasas de corte de los TCO en las subastas de diciembre registraron una media de 10.5%, al tiempo que el *bid-to-cover* disminuyó a niveles de cobertura a la par.

Vale la pena mencionar que desde agosto se reanudaron las colocaciones directas a entidades públicas y ha sido otro determinante de este fuerte repunte en sus tasas. Según nuestros cálculos, las colocaciones directas por TCO fueron de COP 9.4 billones, mientras que en TES COP y TES UVR ascendieron hasta COP 23.7 billones.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de octubre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,180 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 64.8%, superior al 59.7% del mismo mes de 2024 y un nuevo máximo histórico. El saldo de la deuda interna bruta fue de 44.6% del PIB, también superior al 38.6% del mismo mes del año anterior y anotando otro récord histórico. Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se ubicó en 20.2%, levemente

Cumplimiento de colocaciones por subastas

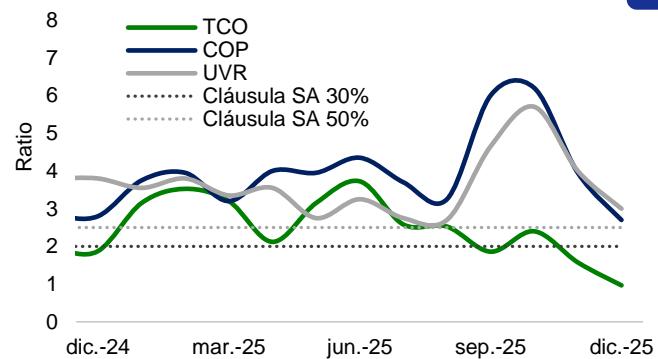
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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.

inferior al 20.8% de octubre de 2024. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de noviembre y diciembre, estaría alcanzando niveles de 65.3%.

Según nuestras estimaciones, en 2025 la dinámica de las fuentes de financiamiento interno de corto plazo superó en COP 21.3 billones la del financiamiento de largo plazo (Gráfico 18). Esto es consistente con la fuerte emisión de TCO no sólo para cubrir el colateral del TRS con la banca externa, sino también con el ritmo de colocaciones directas explicadas anteriormente. Con estas cifras, calculamos que la deuda neta total, que descuenta los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, se estaría ubicando en niveles del orden de 62% del PIB, superior al 61.3% programado en el MFMP25 y al 57.3% del PIB que espera el Gobierno que finalizaría 2025.

Las cifras de tenedores de TES publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) en noviembre, mostraron una vez más una baja demanda relativa a meses previos. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) realizaron compras de TES por COP 2.6 billones, aumentando su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta un 29.8% y consolidando su posición como los mayores tenedores de TES.

Los bancos comerciales compraron COP 8.2 billones (Gráfico 19), las más altas desde junio del presente año, situación que concuerda con la entrada de recursos al sistema por COP 5.9 billones a finales de noviembre derivadas del pago del cupón de los TES2040 y vencimiento de los TES2025. Su participación sobre el saldo total de TES ascendió hasta 16% y permanecen en el tercer lugar de mayores tenedores de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 600 mil millones, con lo cual su participación sobre el saldo total aumentó a 12.1%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 1 billón, mientras que BanRep realizó nuevamente compras definitivas de TES por COP 2.5 billones. Con esto se otorgó liquidez de manera permanente al mercado por COP 1.5 billones. En lo corrido del año, entre el MHCP y BanRep le han entregado recursos permanentes a la economía por COP 23.3 billones, que contrarresta la fuerte presión sobre la

Fuentes de financiamiento interno durante 2025

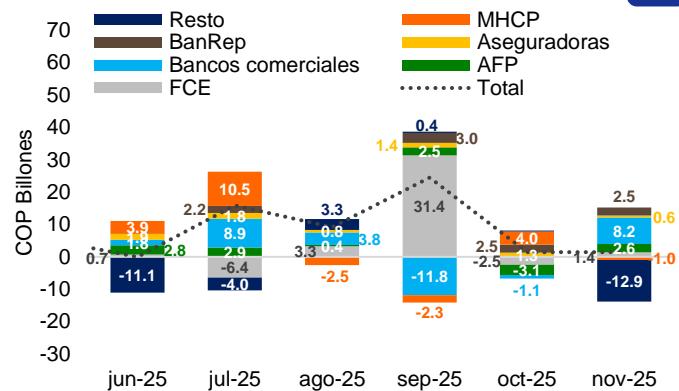
18



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámica de los principales tenedores de TES

19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

liquidez asociada a las mayores emisiones de TES este año y las monetizaciones de la DGCP en el mercado cambiario.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron compras por COP 1.4 billones y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna aumentó hasta un 19.8%, siendo los segundos mayores tenedores de TES. Sin embargo, al excluir el flujo puntual de agosto y septiembre del TRS, los FCE no acumulan ni compras ni ventas netas en 2025, lo que contrasta con las salidas por COP 2.8 billones observados en el mismo periodo de 2024. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 25.6 billones en diciembre, donde estarían incluidos los COP 23 billones de la colocación directa con PIMCO mencionadas anteriormente. A su vez, las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria que dan cuenta de entradas por USD 290 millones durante las primeras semanas del mes.

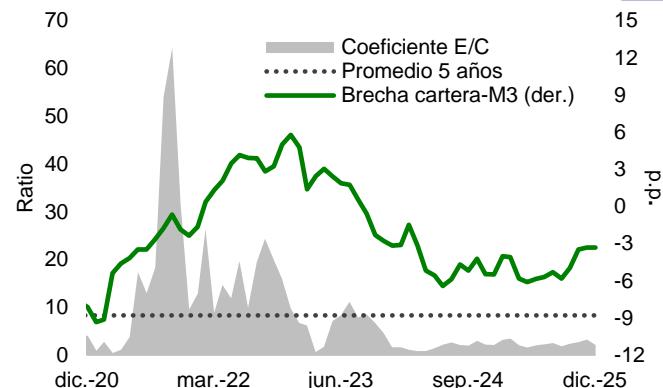
En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema disminuyeron en diciembre y la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 16.6 billones, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 19.7 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 10.4 billones, con una utilización que bordeó el 66%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 13.9% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a noviembre y se situó en COP 7.7 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) descendió y permanece por debajo del promedio de los últimos 5 años. Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos, si bien sigue repuntando, se mantiene negativa y tampoco sugiere presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 20).

Para enero se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.3 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES (Gráfico 21).

Relación recursos de expansión y contracción

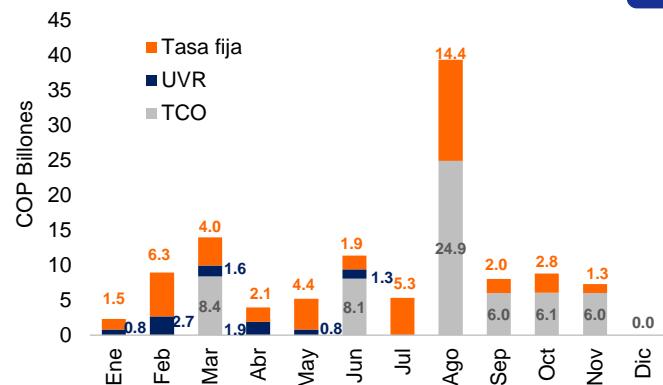
20



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

Pago de cupones y vencimientos en 2026

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró en diciembre. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 5.67% hasta 6.84% y permanece por encima a la tasa promedio de 3.45% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 118 pbs de la media muestral.

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 se encuentran cada vez más lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil.

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 sigue ubicando en la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES se incrementaron hasta 7.68% y se mantienen por encima de la media muestral de 3.86%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2.89 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1.1 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2030 y TES2031, con un espacio de valorización de hasta 37 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR también sugiere que el mayor atractivo de entrada se encuentra en el nodo largo de la curva. 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 16 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media señala que el mayor atractivo se concentra en el tramo medio-largo. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2028, TESUSD2033 y TESUSD2034 como los bonos con

Niveles justos de los TES de largo plazo

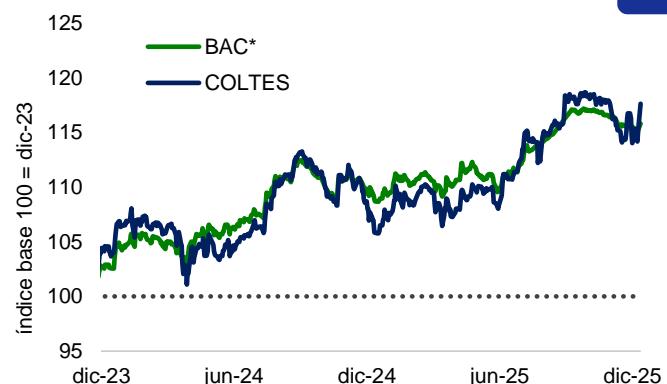


Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

22

Desempeño del índice de renta fija - BAC



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Se balancea al cierre del día 20 de cada mes.

23

mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 30 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 12.5% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, se cotizan alrededor del 11.9%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 60 pbs. 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 -0.16% en diciembre. Este retorno presentó un menor desempeño frente al 1.7% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC ascendió desde 2.29% en noviembre hasta 5.24% en diciembre (Gráfico 23).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva. Allí se destacan los TES2026 (35%) y TES2027 (30%). Los resultados también sugieren una participación del 15% en TES2029.

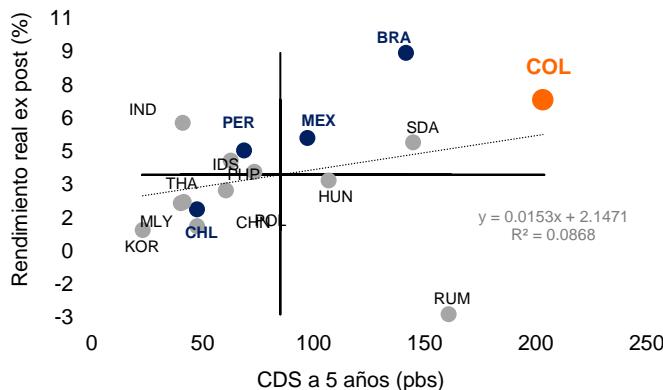
Expectativas de corto plazo

En el frente externo, esperamos que la Fed mantenga estables sus tasas de referencia durante buena parte del próximo año, por lo que el espacio de más descensos en las tasas de los Tesoros a 10 años sigue siendo muy estrecho. En este sentido, **anticipamos que los rendimientos de los Tesoros a 10 años continuarán en un rango de oscilación de 4.1% - 4.2% al menos hasta 1T26**. Sin embargo, anticipamos un aumento en la volatilidad del mercado dada la desconexión entre las perspectivas de la Fed y las expectativas del mercado en materia de tasas de interés de política en EEUU.

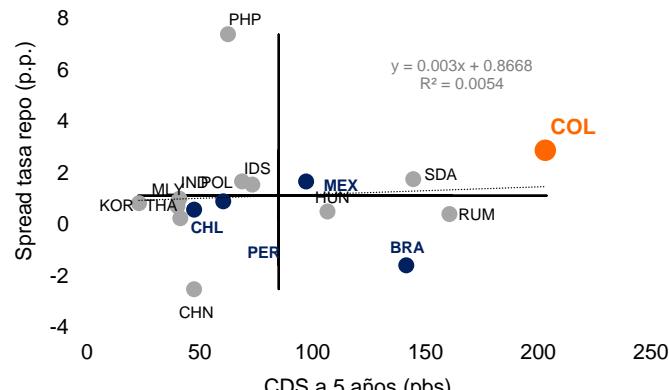
En terreno local, la demanda artificial creada por Crédito Público para completar la colocación directa con un inversionista extranjero es de carácter transitorio y tendrá que disiparse relativamente rápido. En principio, las recientes noticias son positivas desde el punto de vista de la consecución de fuentes de financiamiento alternativas y reducción de necesidades de financiamiento para 2026, en medio de crecientes y persistentes presiones fiscales. No obstante, la credibilidad de estas operaciones en el mercado se ha visto afectada y por efectos especulativos podría implicar castigos importantes en las tasas de mercado en los próximos meses, todo esto en un entorno de mayor incertidumbre y deterioro en la percepción de riesgo-país.

Creemos que la volatilidad en 1T26 se mantendrá alta, particularmente por la atención que el mercado centrará a la actualización del Plan Financiero de 2026 en medio de una emergencia económica recién decretada por el Gobierno y un presupuesto de 2026 que tiene faltantes de financiamiento. **Estimamos niveles objetivo de 11% para los TES2027 y 13% para los TES2036.**

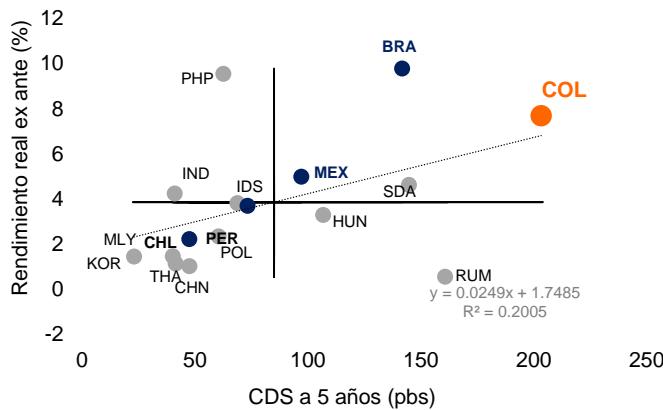
Mantener duraciones cortas sigue siendo la mejor opción en este contexto. Potenciales sorpresas alcistas en la inflación, así como el efecto estacional de la temporada, sugieren un mayor atractivo relativo en los TES UVR de menores vencimientos.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años

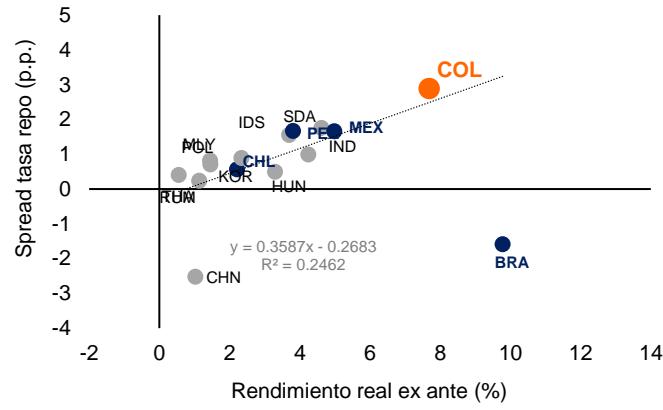
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años

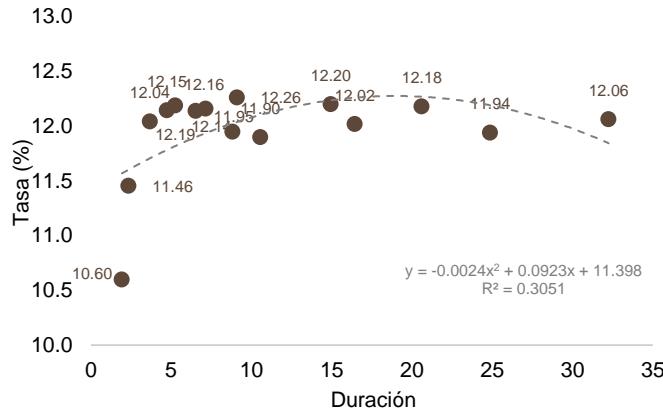
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años

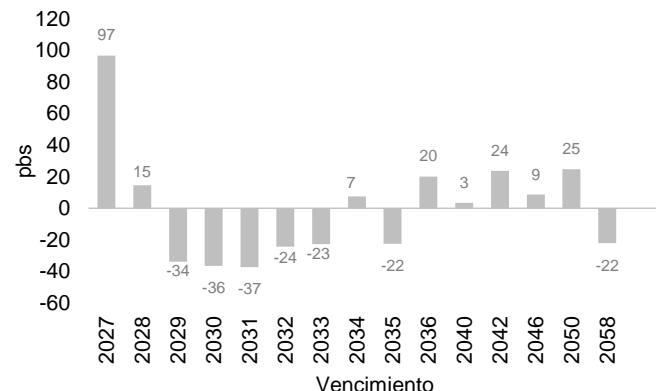
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años

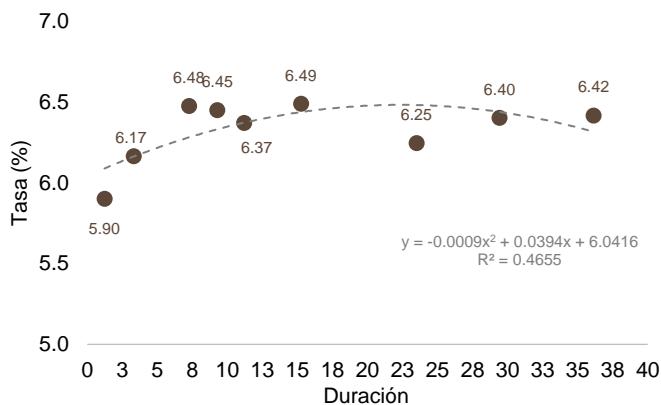
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP

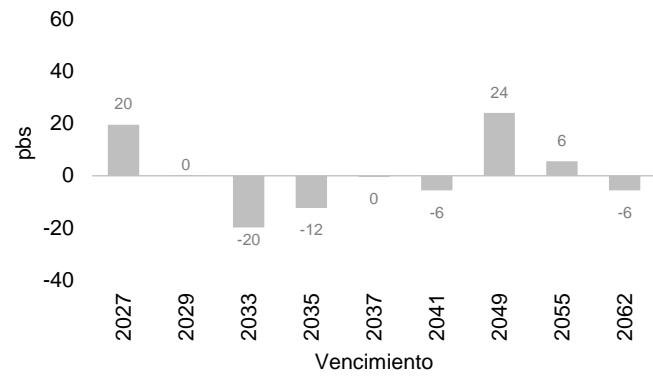
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP

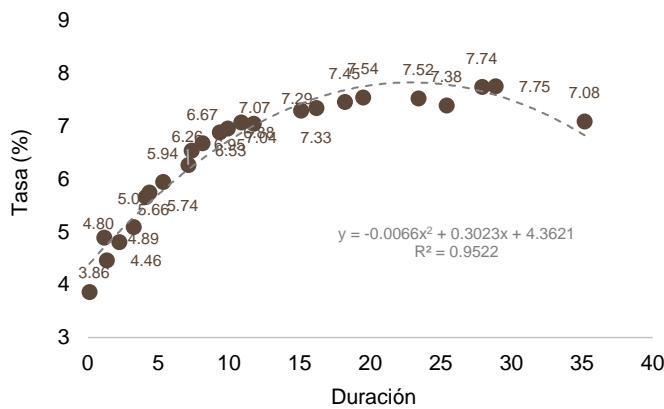
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR

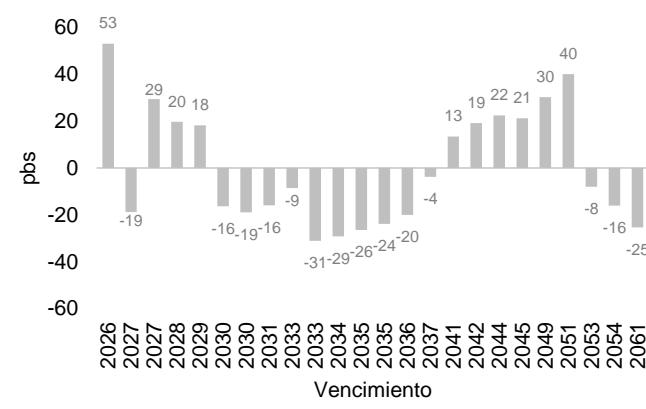
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR

Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

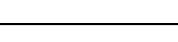
Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales

Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales

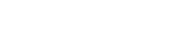
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.6	8.52	-72	-78	-53	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.7	10.60	-5	55	82	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.9	11.46	9	99	126	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.8	12.04	8			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.6	12.15	-1	122	151	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.8	12.25	-16	110	143	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.8	12.19	3	91	129	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.5	12.14	-17	57	94	
TFIT16300632	feb-33	13.25	4.1	12.14	-17	57	94	
TFIT11090233	oct-34	7.25	5.7	11.95	-37	5	36	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.8	12.26	-20			
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.4	11.90	-44	-27	6	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.6	12.20	-18			
TFIT21280542	may-42	9.25	6.9	12.02	-38	-53	-23	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.2	12.18	-37	-60	-23	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.3	11.94	-38	-71	-41	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.4	12.06	-54			

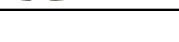
Fuente:Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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	3.0	6.17	0	111	97	
TUVT07220131	ene-31	6.50	4.0	6.52	6			
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.0	6.48	23	118	116	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.9	6.45	15	103	105	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.2	6.37	7	91	97	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.6	6.49	16			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.2	6.25	-6	119	121	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.1	6.40	10			
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.2	6.42	11			

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	0.1	3.84	-86	-170	-170	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.0	4.98	3			
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.2	4.44	11	-145	-139	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.8	6.92	180			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.8	5.07	12	-143	-142	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.6	5.65	17	-126	-121	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.5	5.74	17			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.6	5.94	7	-128	-122	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.3	6.12	12	-129	-123	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.9	6.26	20	-78	-79	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.3	6.52	21	-107	-103	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.2	6.87	31			
COLGLA35	nov-35	8.00	6.8	6.94	28	-95	-89	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.2	7.05	11	-97	-92	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.6	7.04	23	-87	-84	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.7	7.28	10	-93	-84	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.0	7.32	12	-80	-76	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.8	7.45	8	-87	-81	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.6	7.54	26	-78	-70	
COLGLB49	may-49	5.20	11.2	7.51	14	-83	-76	
COLGLB51	may-51	4.13	12.3	7.38	12	-64	-57	
COLGLB53	nov-53	8.75	11.0	7.73	9	-91	-86	
COLGLB54	oct-54	8.38	11.2	7.73	9	-91	-86	
COLGLB61	feb-61	3.88	13.5	7.08	15	-80	-74	

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	0.2	3.23	-14	-29	-37	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.5	4.03	18			
COLGLA30	nov-30	4.50	4.3	5.65	17	-126	-121	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.5	5.71	25			
COLGLA34	nov-34	5.75	6.8	6.18				
COLGLA36	feb-36	5.63	7.1	6.45	22			
COLGLA38	nov-38	6.50	8.4	6.87				

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.
