



Estrés japonés y los TES

Enero 30 de 2026

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 pública global arrancaron el año 2026 con incrementos en el balance, impulsadas por el fin del *carry-trade* japonés que ha afectado la liquidez en los mercados de renta fija en avanzados y que a su vez ha producido una fuerte desvalorización de los bonos soberanos en ese país. El choque monetario-fiscal en Japón sigue alimentado el efecto multiplicador sobre los rendimientos de la deuda pública japonesa, los cuales han alcanzado máximos de varias décadas.

La demanda de inversionistas extranjeros por bonos soberanos de mercados emergentes siguió fuerte en diciembre. La información preliminar de enero sugiere una aceleración significativa en estos flujos de entrada a títulos de deuda en emergentes, consistente con la continua debilidad del USD, unas rentabilidades reales atractivas y la mayor demanda por activos de riesgo que la actual coyuntura está produciendo a nivel internacional.

En el plano local, el arranque de año para los TES no ha mostrado una tónica distinta frente a lo visto hacia finales de 2025. Las tasas de interés de mercado aumentaron en medio de una creciente percepción de excesos de oferta que se suma a un bajo apetito de los inversionistas. La reciente publicación del borrador de decreto que modifica el régimen de inversiones en el exterior de los fondos de pensiones privados, y que pretende fomentar las inversiones en activos locales (principalmente TES), habría compensado apenas parcialmente las desvalorizaciones de los títulos.

La Nación realizó una exitosa emisión de bonos Globales denominados en USD por USD 4,950 millones, aprovechando el *momentum* de apetito por activos de riesgo, y también realizó su primer canje con el mercado que permitió reducir en COP 2.1 billones el saldo de la deuda interna. A su vez, la dinámica de las colocaciones internas de corto plazo en lo corrido de 2026 ha sido prácticamente la mitad de lo que se ha colocado en TES de largo plazo, algo que ha sido coherente con los débiles resultados de las subastas de TCO este año.

Bajo este contexto, los volúmenes de negociación en el mercado secundario se redujeron. La demanda por TES en el mercado primario, especialmente de TCO, continúa débil, lo que contrasta con una fuerte demanda por TES UVR. La posición de liquidez en COP del Gobierno en enero ha mejorado, relativo a sus puntos de referencia de años previos.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda pública global arrancaron el año 2026 con incrementos no despreciables, impulsadas por el fin del *carry-trade* japonés que ha drenado de ese mercado mucha liquidez hacia el resto del mundo y que a su vez ha producido una fuerte desvalorización de los bonos soberanos en ese país. El choque monetario-fiscal en Japón sigue alimentado el efecto multiplicador sobre los rendimientos de la deuda pública japonesa, los cuales han alcanzado máximos de varias décadas.

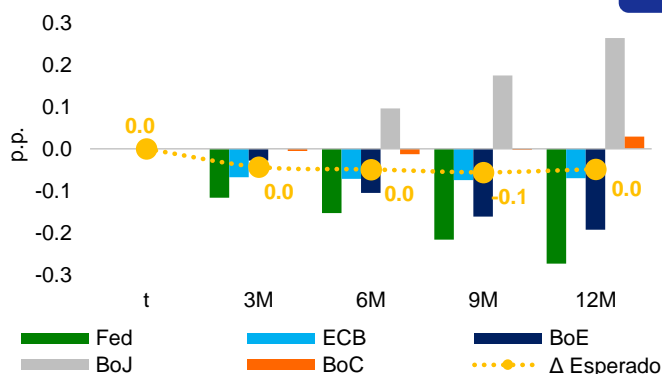
En EEUU, la Fed mantuvo estable sus tasas de interés en el rango 3.5% - 3.75%, en línea con las estimaciones del mercado. El tono del emisor sigue dando señales de no tener ningún afán por recortar su tasa de referencia en el corto plazo, la cual está muy cerca de su nivel neutral. Es probable que los tipos de interés de política permanezcan en dichos niveles al menos hasta 3T26 (ver “Pocas sorpresas, mucha incertidumbre” en [CE – Diciembre 11 de 2025](#)). A pesar de lo anterior, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, descuenten dos recortes de 25 pbs para todo 2026, los cuales llegarían durante la segunda mitad del año (Gráfico 1).

En Europa, tanto el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) como el Banco Central de Inglaterra (BoE) no tomaron decisión de tasas en enero y el mercado anticipa estabilidad en los próximos 12 meses. El Banco Central de Canadá (BoC) dejó estable su tasa de intervención en 2.25% e implícitamente tampoco se descuentan movimientos en el futuro cercano.

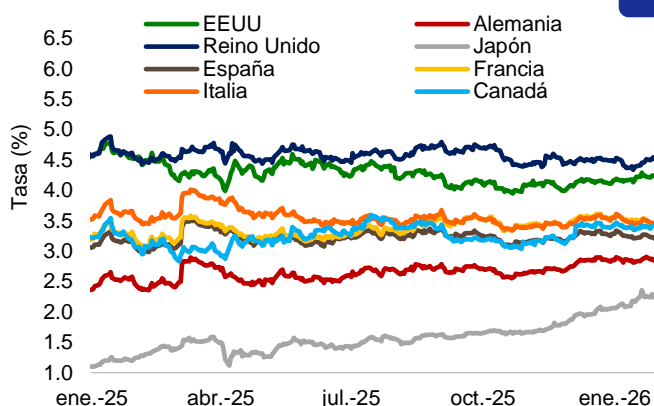
Por su parte, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su tasa de intervención en 0.75%, pero dejó abierta la puerta a más incrementos de tasas en los próximos ante las fuertes presiones inflacionarias que persisten en esa economía. El BoJ es el único faro monetario del mundo que viene ejecutando una normalización de su postura monetaria ultra laxa, tras varias décadas con tasas de interés en 0%, fuertes inyecciones de liquidez en el mercado y controles en los rendimientos a plazo de la deuda soberana.

En LATAM, los Bancos Centrales (BC) de Perú, Chile y Brasil mantuvieron estables sus tasas de intervención en

Trayectorias de tasas de política en avanzados*



Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados



1

2

4.25%, 4.5% y 15%, respectivamente. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, las tasas de política monetaria se reducirían máximo 50 pbs para todo 2026, con excepción de Colombia y de Brasil. En el caso de Colombia se descuentan incrementos de al menos 200 pbs en los tipos de interés este año. Por su parte, en Brasil el ciclo de flexibilización monetaria sería el de mayor espacio en la región, donde los inversionistas anticipan recortes del orden de 250 pbs.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, alcanzaron niveles de 4.3%, máximos no vistos desde agosto de 2025. Las tasas de interés de largo plazo de bonos soberanos de otros mercados desarrollados también se incrementaron, aunque en una magnitud inferior relativo a los Tesoros. En el caso del bono de 10 años de Japón, su rendimiento se elevó hasta un máximo histórico de 2.36% (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 aumentó ligeramente, 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 volvió a incrementarse en enero y su tendencia continúa siendo alcista consistente con las tensiones monetarias-fiscales y mayores exigencias de prima a término de los inversionistas (Gráfico 4).

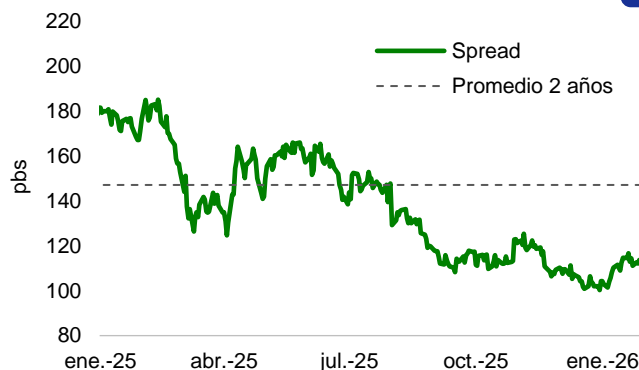
En LATAM, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos registraron movimientos mixtos, con un particular repunte en las tasas de interés de la deuda soberana de Colombia (Gráfico 5). El promedio de los bonos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) aumentó 4 pbs, pero al excluir el movimiento de la deuda de Colombia, dicho promedio se mantuvo relativamente estable frente al mes previo.

Todo lo anterior fue coherente con unas primas de riesgo-país en la región que registraron reducciones en el arranque de año (Gráfico 6). Los CDS a 5 años de Colombia se mantuvieron relativamente estables y persisten por encima del promedio de sus pares regionales, cuya brecha se ubica en niveles de 125 pbs.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, se aceleraron en

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

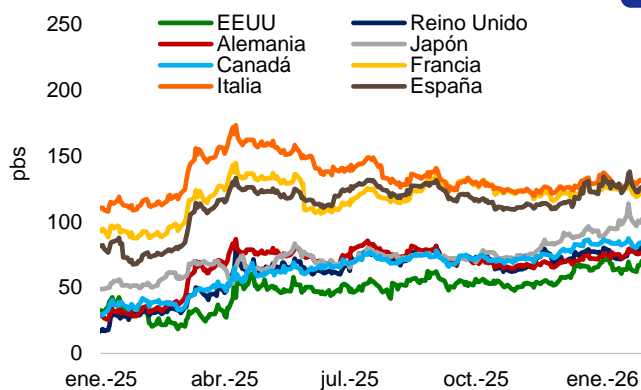
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

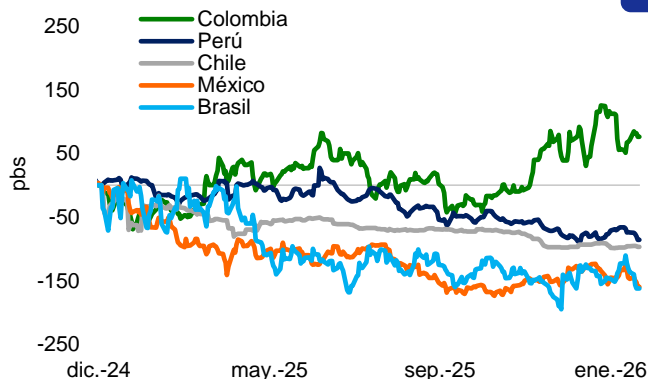
4



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 2024.

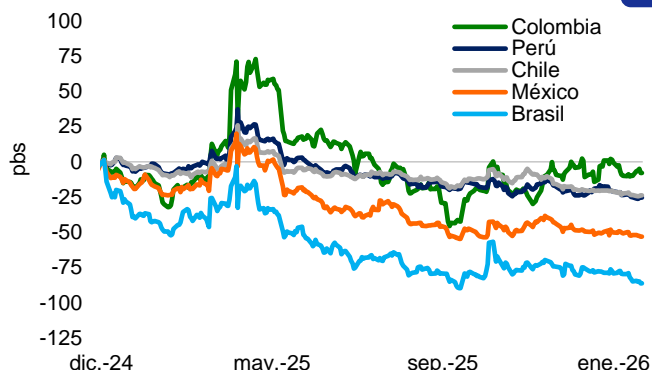
diciembre y alcanzaron máximos desde septiembre de 2025, impulsados por buenos fundamentos macroeconómicos en EM y por la debilidad global del USD (ver “Descanso sin intervención” en [IMC – Diciembre de 2025](#)). Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas netas en títulos de deuda de USD 34,900 millones, casi la totalidad del flujo completo de USD 37,000 millones sumando otro tipo de activos (Gráfico 7).

En todo 2025, la demanda extranjera por bonos EM sin China ascendió a USD 386,200 millones. Este importe superó con creces las compras netas por USD 219,000 millones del mismo periodo de 2024. La región con la mayor participación fue Asia sin China (56.6%), seguida de LATAM (18.6%), Europa (15.2%) y África y Medio Oriente (9.6%).

Según lo que sugieren algunas variables proxy de flujos de inversión hacia EM, en enero el apetito de los inversionistas por activos de mercados EM se habría acelerado significativamente. Lo anterior sería consistente con la continua debilidad del USD, unas mejores condiciones financieras globales y la mayor demanda por activos de riesgo que la actual coyuntura está produciendo a nivel internacional.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

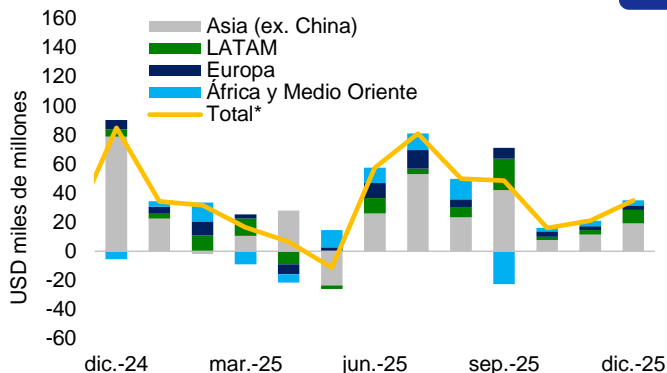


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2024.

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

Durante el inicio de 2026, los TES no ha mostrado una tónica distinta frente a lo visto hacia el cierre de año. Las tasas de interés de mercado aumentaron en medio de una creciente percepción de excesos de oferta que se suma a un bajo apetito de los inversionistas. La reciente publicación del borrador de decreto que modifica el régimen de inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), y que pretende fomentar las inversiones en activos locales (principalmente TES), habría compensado parcialmente las desvalorizaciones de los títulos¹.

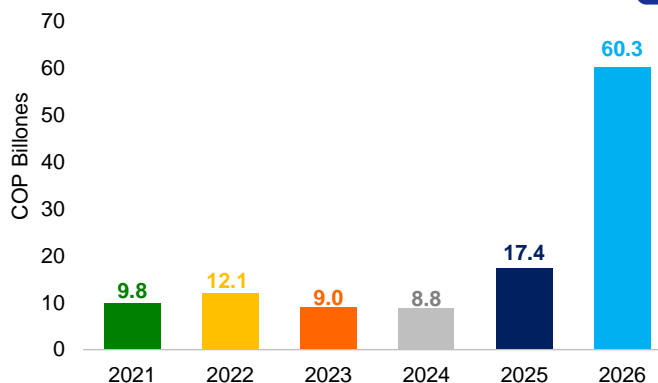
Sin embargo, más allá de la volatilidad de corto plazo generada en el mercado, el efecto neto fue muy limitado. En nuestra opinión debido a: 1) el plazo propuesto para la modificación del límite de exposición externa (5 años) resultó ser holgadamente más amplio que el inicial (6 meses); 2) era algo que se venía descontado desde hace varias semanas atrás; 3) no se requeriría “repatriar recursos” para cumplir el límite propuesto en el plazo establecido, pues las AFP simplemente pueden dejar de invertir en activos externos y permitir en su totalidad el marchitamiento de sus tenencias actuales; y 4) las AFP podrían justificar la inconveniencia de liquidar posiciones externas bajo unas cláusulas de excepción establecidas en el decreto.

Por medio del decreto 1478 de 2025, el Gobierno estableció el techo de endeudamiento local para 2026 en COP 125.3 billones, de los cuales COP 85.3 billones son TES COP y COP 67 billones son TCO. El cupo establecido en TES COP resulta ser uno de los más elevados de la historia, únicamente superado por los COP 96 billones de 2025. Para el caso de los TCO, el cupo también resulta ser alto y mantendrá elevado el riesgo de refinanciamiento de corto plazo. Nada más para este año, los vencimientos de TCO ascienden a un récord histórico de COP 60.3 billones (Gráfico 8).

En este entorno, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) realizó su primer canje explícito de deuda interna con los creadores de mercado. En este canje se retiraron

Vencimientos de TCO por vigencias 2021-2026

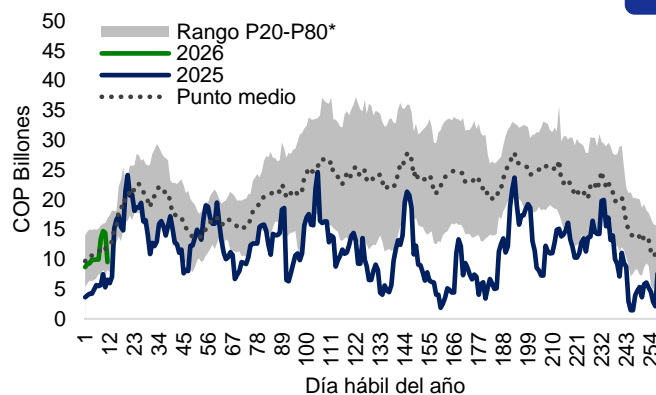
8



Fuente: MHCP. 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.

¹ El borrador de decreto propone reducir en 5 años el límite de exposición externa de los activos administrados por las AFP, pasando inicialmente desde el actual 48.9% hasta 35% en los siguientes 3 años, y luego hasta 30% en los 2 años siguientes.

TCO con vencimiento en marzo, junio, septiembre, octubre y noviembre del 2026 por COP 4.4 billones, lo que contribuye a aliviar la presión sobre el perfil de amortizaciones y a mitigar el elevado riesgo de refinanciamiento previamente señalado. También recogieron TESUVR2027, TESUVR2029, TESUVR2033 y TESUVR2049 por COP 10.9 billones. Los entregables en esta operación fueron TESUVR2030, TESUVR2031 y TESUVR2062. Con esta Operación de Manejo de Deuda (OMD) la DGCP logró reducir en COP 2.6 billones el lado de la deuda interna.

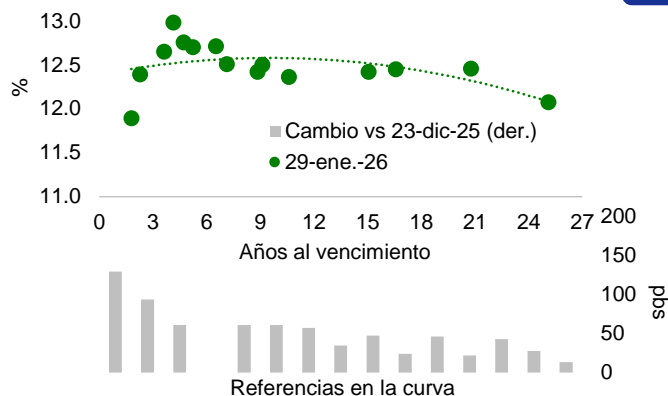
La posición de liquidez en COP del Gobierno se viene recuperando tras la colocación directa por COP 23 billones con PIMCO a finales del año pasado y las respectivas monetizaciones que ello ha implicado para la utilización de los recursos en COP (ver “Pocas opciones, muchas tensiones” en [IMDP – Diciembre de 2025](#)). El saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 16 de enero se ubicó en COP 9.5 billones, lo que representa una posición de caja que está en línea con los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9).

En enero la Nación realizó la primera emisión del año de bonos globales denominados en USD por USD 4,950 millones, la más grande de la historia, colocando títulos con vencimiento en 2029, 2031 y 2033. La tasa cupón media ponderada de la colocación fue de 5.93%, superior en 72 pbs a la tasa cupón promedio de 5.21% de títulos vigentes en la curva de globales en USD. Esta colocación logró una demanda histórica de USD 23,200 millones, lo que refleja un elevado apetito que ha sido favorecido por el contexto internacional de mayor demanda por activos de riesgo. Los recursos obtenidos con este desembolso serán destinados a cubrir buena parte de las necesidades de financiamiento del Presupuesto General de la Nación de 2026 (PGN26).

Bajo este contexto, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP se desplazó fuertemente al alza en 69 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en los nodos de la parte corta y media, que han sido los títulos más afectados por el exceso de oferta de TES a esos plazos. La pendiente de la curva se redujo significativamente hasta 47 pbs, algo no visto desde agosto de 2023 (Gráfico 11).

Evolución mensual de la curva TES COP

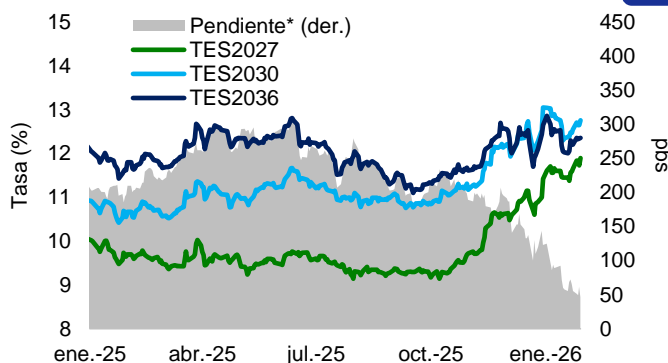
10



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.

En el tramo corto de la curva, que ha sido el más afectado por el reajuste de expectativas de tasas BanRep, las mayores expectativas de inflación y la mayor emisión de títulos de menor duración, las desvalorizaciones en tasa fueron de 111 pbs. Allí sobresalen los aumentos de 129 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 11.89%, alcanzando máximos no vistos desde comienzos de 2023.

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 promedio de 11.29%, máximos no vistos desde 2023 (Gráfico 12). Las tasas de los TES a 1 año en la curva cero cupón también llegaron a tocar máximos de 11.4%.

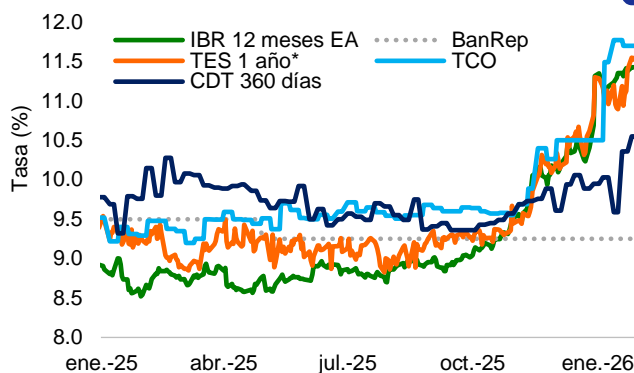
En las últimas subastas de TCO, los rendimientos promedio de estos papeles se ubicaron en 11.75%, niveles que reflejaron no sólo una bajísima demanda de los inversionistas, sino también exigencias de mayores tasas ante la actual coyuntura. Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 10.55%. No obstante, estas siguen muy por debajo de las tasas de los TCO, lo que mantiene este diferencial en terreno negativo y en mínimos desde enero de 2022.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 61 pbs. El rendimiento de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementó 61 pbs hasta niveles de 12.65%. En los TES COP de mayor duración se registraron desvalorizaciones en tasa de 35 pbs. Los TES2031 y TES2032 fueron los grandes perdedores en este tramo con aumentos promedio en tasa de 59 pbs, hasta niveles de 12.70% y 12.71%, respectivamente.

En contraste con lo anterior, e influenciada por unos riesgos significativos de más inflación en el corto plazo, la curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento bajista de 67 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). El tramo corto presentó fuertes valorizaciones de 118 pbs, donde el rendimiento de los TESUVR2027 disminuyó hasta 4.72%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones de 42 pbs, donde se destaca la valorización de 80 pbs de los TESUVR2029 hasta 5.37%.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

12

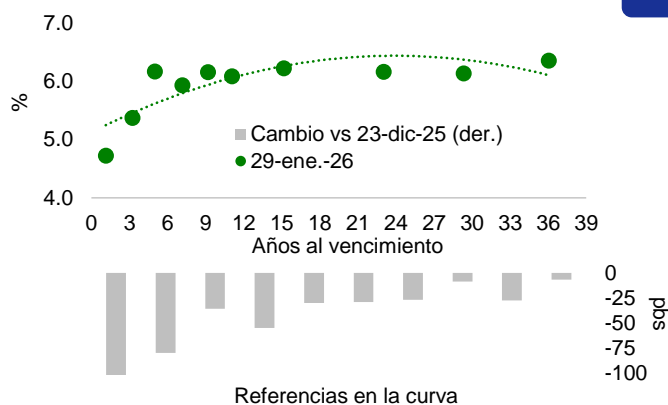


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Evolución mensual de la curva TES UVR

13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

De esta forma, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó fuertemente hasta 6.79% (Gráfico 14). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES aumentó hasta niveles de 6.53%, alcanzando máximos desde octubre de 2023. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES se mantienen por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2 billones en enero, similar a los volúmenes promedio registrados en diciembre e inferior 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 TES2028, TES2029 y TES2035. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2031 y TESUVR2062.

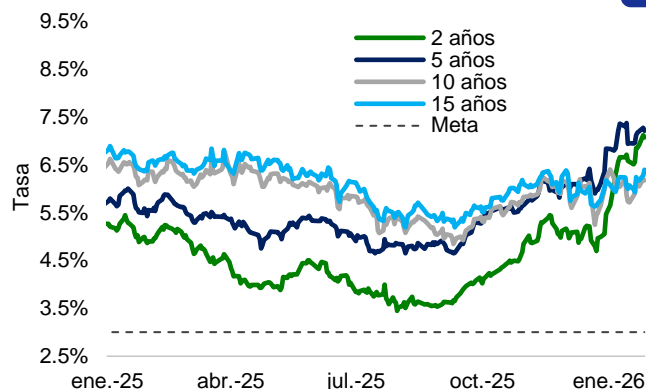
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2026, el monto total colocado hasta el 27 de enero asciende a COP 2.5 billones, lo que representa un cumplimiento del 2.9% de la meta estipulada en el Decreto 1478 de 2025 por COP 85.3 billones (Gráfico 16). En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en 2026 alcanzaron los COP 2 billones, repartidas en COP 1.1 billones de TES COP y COP 900 mil millones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 500 mil millones. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en enero aumentaron hasta un promedio de 12.65% y alcanzaron máximos desde octubre de 2022, en medio de un *bid-to-cover* que ascendió hasta un promedio de 4.4 veces (Gráfico 17). En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio se redujeron hasta 6.25% y el *bid-to-cover* se incrementó hasta 5.5 veces.

Por su parte, en las subastas de TCO el monto subastado en lo corrido de 2026 asciende a COP 2.4 billones, lo que representa un 3.7% del nuevo cupo total definido para este año. No obstante, las tasas de corte de los TCO en las subastas de enero han rozado el 12% en algunas rondas y el *bid-to-cover* permanece alrededor de 1.5 veces, por debajo de su promedio histórico de 2.8 veces y reflejando la poca demanda de los inversionistas por estos títulos.

Vale la pena mencionar que desde agosto de 2025 se reanudaron las colocaciones directas a entidades

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

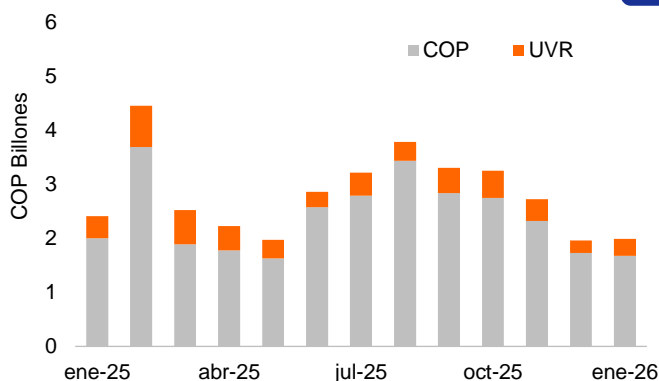
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

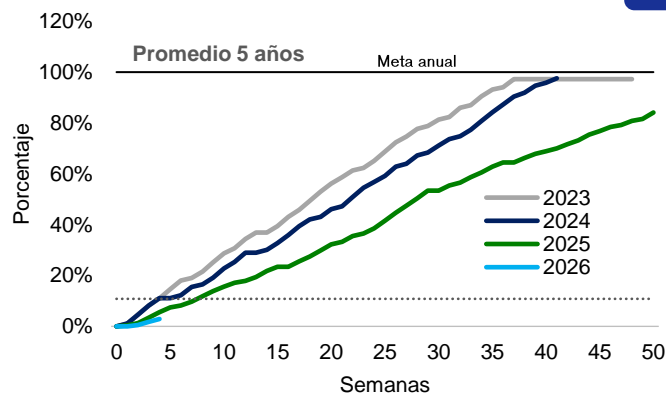
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

públicas, lo cual ha sido otro determinante de este fuerte repunte en las tasas de interés de los TES. Según nuestros cálculos, las colocaciones directas en enero ascienden a COP 167 mil millones.

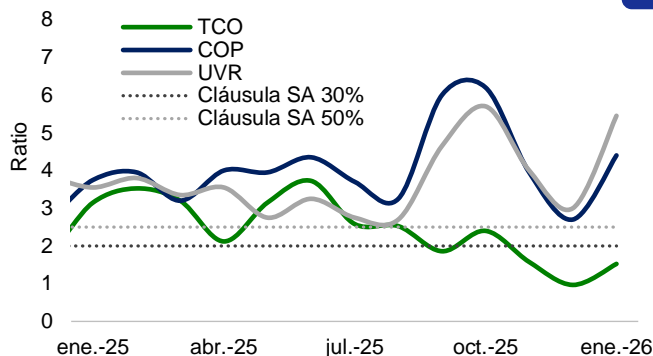
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de noviembre, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,176 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 64.5%, superior al 61% del mismo mes de 2024 y un nuevo máximo histórico. El saldo de la deuda interna bruta fue de 45.3% del PIB, también superior al 39.1% del mismo mes del año anterior y anotando otro récord histórico. Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se ubicó en 19.2%, inferior al 21.9% de noviembre de 2024. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de diciembre y enero, habría alcanzado niveles de 67.8% y 68.4%, respectivamente.

Según nuestras estimaciones, la dinámica de las fuentes de financiamiento interno de corto plazo en lo corrido de 2026 ha sido prácticamente la mitad de lo que se ha colocado en TES de largo plazo, coherente con los débiles resultados de las subastas de TCO este año. En efecto, las colocaciones de corto plazo acumulan cerca de COP 9 billones, muy por debajo de los COP 17.3 billones del financiamiento de largo plazo (Gráfico 18). Con estas cifras, sumando la reciente emisión de Globales en USD de enero, calculamos que la deuda neta total, que descuenta los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, se estaría ubicando en el arranque de este año en niveles del orden de 63.5% del PIB, por encima de los niveles de cierre de 2025 de 61.3% que anticipaba el Gobierno y de 61.6% que nosotros estimamos.

Las cifras de tenedores de TES publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) de diciembre mostraron una baja demanda relativa a meses previos, aislando la distorsión generada por la colocación directa que realizó el Gobierno con PIMCO. En efecto, las AFP realizaron ventas de TES por COP 700 mil millones, disminuyendo su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta un 28.6%, pero siguen como los mayores tenedores de TES.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

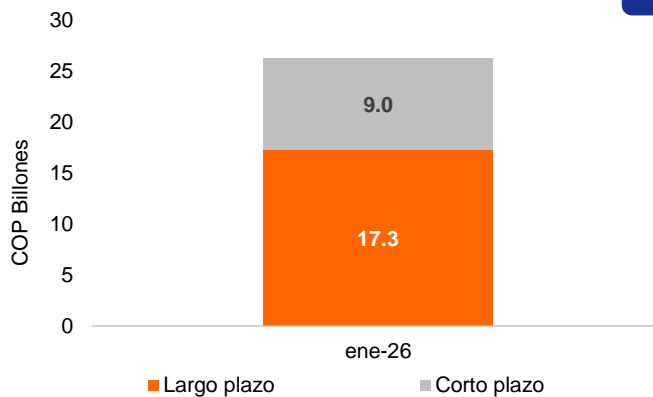
17



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

Acumulado del financiamiento interno en 2026

18



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

Los bancos comerciales realizaron ventas por COP 2.8 billones, las mayores salidas desde septiembre del 2025. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES descendió hasta 15% y permanecen en el tercer lugar de mayores tenedores de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por apenas COP 400 mil millones, con lo cual su participación sobre el saldo total incluso se redujo hasta 11.7%.

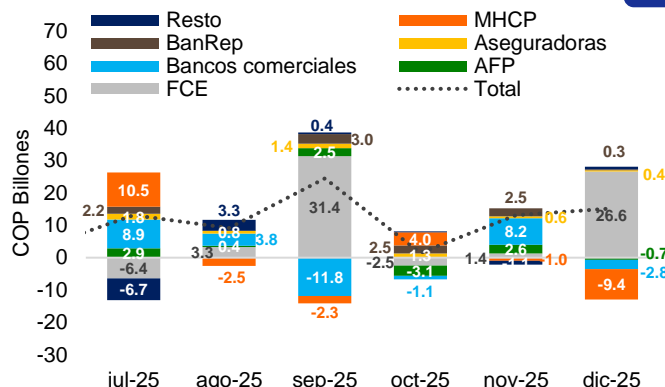
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 9.4 billones (Gráfico 19), lo que se explica en el marco de la operación de ventas directas de TES a PIMCO utilizando parte de los títulos del portafolio de la Nación (los restantes COP 13.6 billones fueron emisiones primarias principalmente de TCO). Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 300 mil millones. En todo 2025, sumando las compras netas del MHCP y de BanRep, se entregaron recursos permanentes a la economía por COP 14.2 billones, algo que ha suavizado la fuerte presión sobre la liquidez derivada de las mayores emisiones de TES y las monetizaciones de la DGCP en el mercado cambiario.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron compras históricas por COP 26.6 billones y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna aumentó hasta un 22.7%, siendo los segundos mayores tenedores de TES. No obstante, al excluir los COP 23 billones de la colocación directa a PIMCO, los FCE habrían sido compradores netos por COP 3.6 billones. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 1.2 billones en enero, situación que contrasta con las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria que dan cuenta de salidas por USD 241 millones durante las dos primeras semanas del mes.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema aumentaron en enero y la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 33.7 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 27.5 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 23.3 billones, con una utilización que bordeó el 73%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 14.2% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a diciembre y se situó en COP 9 billones.

Dinámica de los principales tenedores de TES

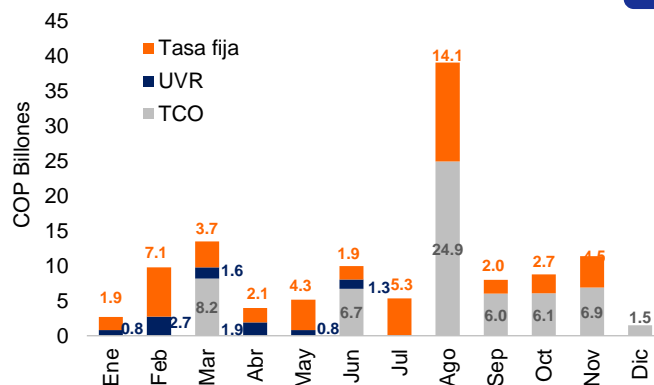
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos en 2026

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Para enero se estima una entrada de recursos al sistema por COP 9.8 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES (Gráfico 20).

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 6.84% hasta 7.95% 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 128 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 8.5% y se mantienen por encima de la media muestral de 4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 3.8 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1.3 p.p.

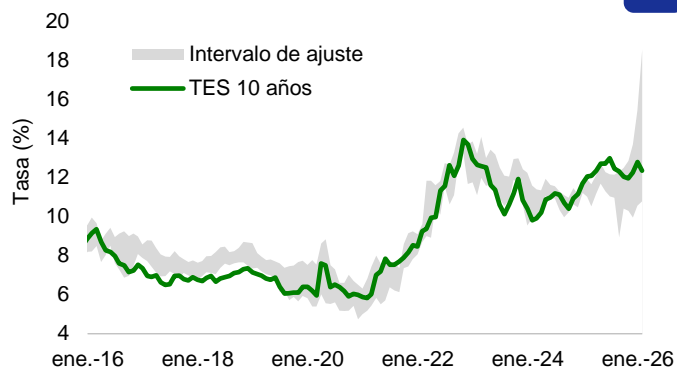
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2030 y TES2031, con un espacio de valorización de hasta 30 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 medio-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 27 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 TESUSD2035 como los bonos con

Niveles justos de los TES de largo plazo

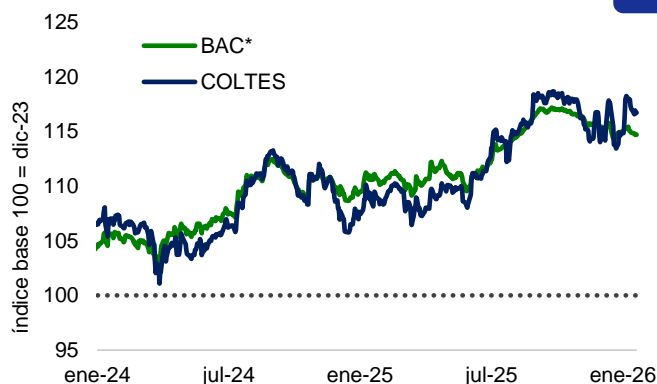
21



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 22 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 12.7% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, se cotizan alrededor del 12.4%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 30 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 -0.65% en enero. Este retorno presentó un menor desempeño frente al -0.45% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 5.24% en diciembre hasta 5.01% en enero (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva. Allí se destacan los TES2027 (35%) y TES2028 (15%) y TES2029 (31%).

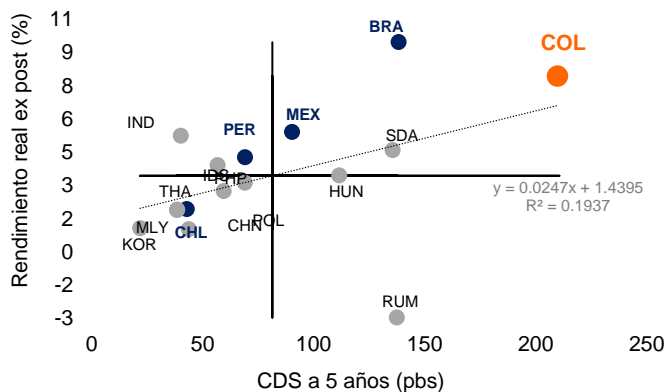
Expectativas de corto plazo

En el frente externo, la actual reconfiguración de las relaciones históricas entre activos, que ha generado una fuerte debilidad en el USD y una mayor demanda por activos duros y de riesgo, seguirá siendo fundamentalmente positivo para la atracción de flujos de inversionistas extranjeros hacia activos de mercados EM. Para la referencia de la renta fija internacional, lo anterior no permite anticipar espacios razonables de valorizaciones, más aún con el reciente lenguaje de la Fed y las constantes presiones sobre el mercado de Tesoros. Así, **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.**

En terreno local, los fundamentales sólo permiten concebir un relativo optimismo hacia los TES UVR, favorecidos por la estacionalidad del periodo y unas expectativas de inflaciones altas en los próximos meses. El mercado estará atento a la actualización del Plan Financiero de 2026, sobre el cual se espera que la oferta de TES permanezca elevada en un entorno de abultados déficits fiscales y poco margen de maniobra para generar ahorros desde la óptica del manejo de la deuda. En este sentido, consideramos que el espacio de valorizaciones de los TES sigue siendo bastante estrecho y que lo único que podría favorecer la curva de rendimientos sería un mayor apetito de inversionistas extranjeros por títulos locales.

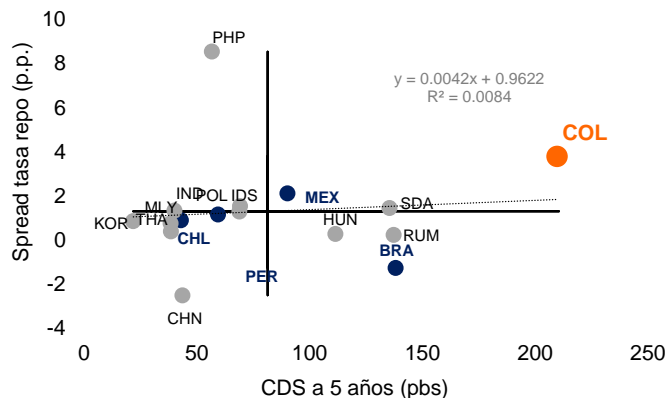
Estimamos niveles objetivo para febrero de 12% para los TES2027 y 12.5% para los TES2036. Anticipamos también niveles de estrés del orden de 14% para los TES de mayor duración hacia 2T26, afectados por la época de elecciones presidenciales. Mantener duraciones en el tramo medio de la curva TES COP sería la mejor opción en este entorno actual, considerando el aumento en su liquidez y su menor sensibilidad tanto a eventuales movimientos adicionales en las tasas de intervención del BanRep como posibles deterioros en la prima de riesgo-país.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



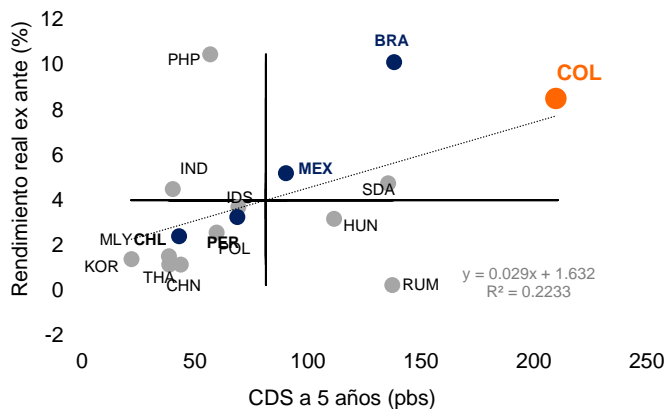
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



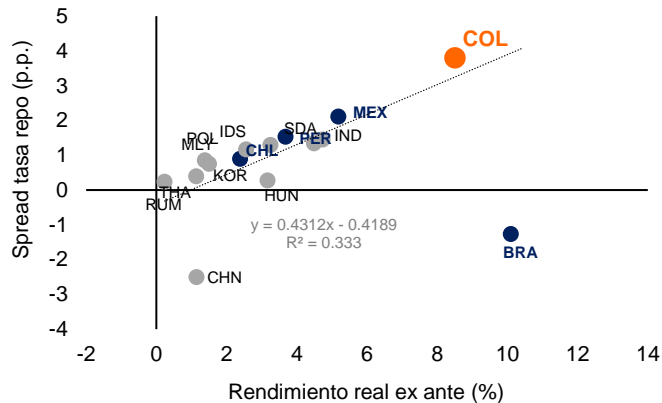
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



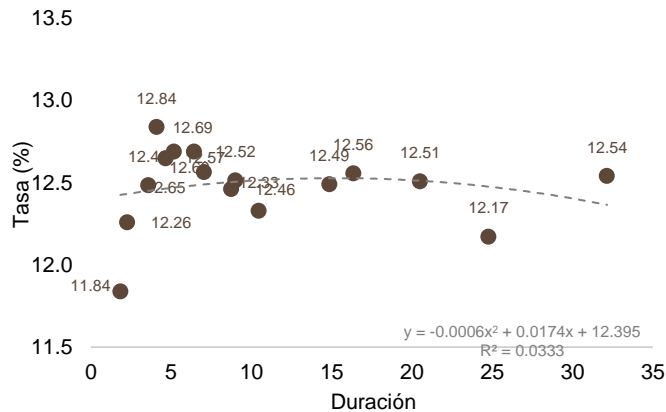
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



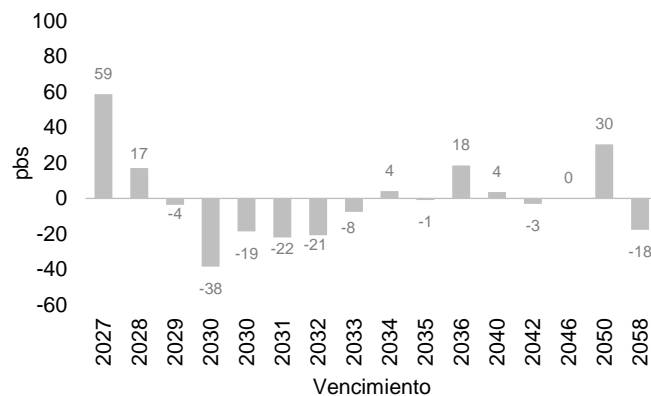
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



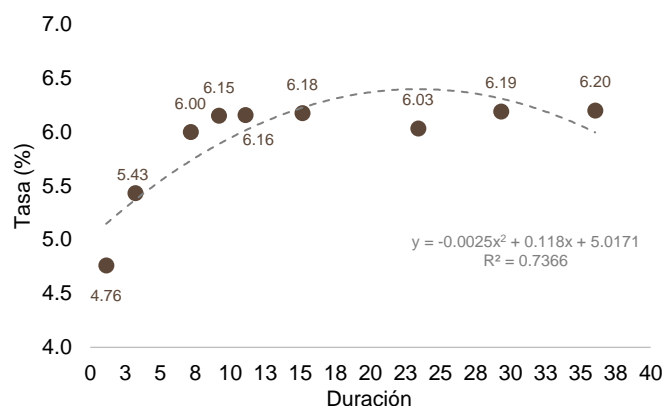
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



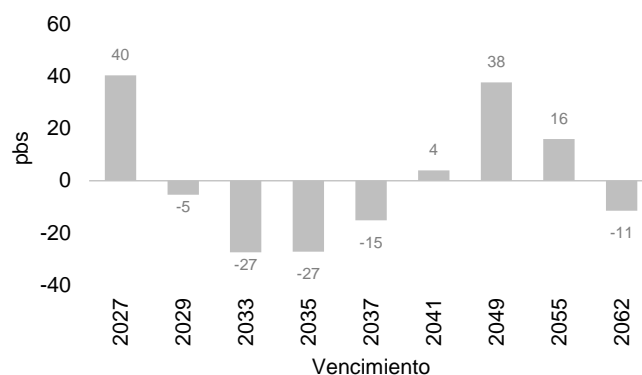
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



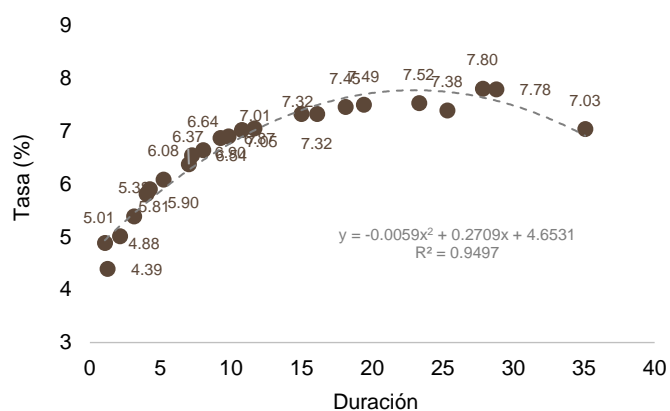
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



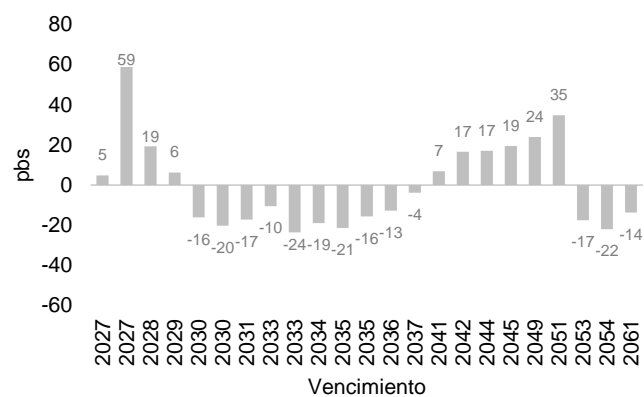
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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 Globales USD

| Título | Vencimiento | Cupón (%) | Duración modificada | Tasa (%) | Variación en pbs | | | Tendencia mensual |
|-----------|-------------|-----------|---------------------|----------|------------------|-------------|-------|---|
| | | | | | Mensual | Año corrido | Anual | |
| COLGLB26 | ene-26 | 4.50 | | -9.29 | -1384 | -1384 | |  |
| COLGLB27 | feb-27 | 8.38 | 0.9 | 4.86 | 4 | 4 | |  |
| COLGLBA27 | abr-27 | 3.88 | 1.1 | 4.45 | -2 | -2 | -114 |  |
| COLGLB28 | mar-28 | 11.85 | 1.7 | 5.09 | -86 | -86 | -86 |  |
| COLGLA29 | ene-29 | 5.38 | 2.7 | 5.43 | | | |  |
| COLGLB29 | mar-29 | 4.50 | 2.7 | 5.42 | 29 | 29 | -93 |  |
| COLGLA30 | ene-30 | 3.00 | 3.6 | 5.83 | 10 | 10 | -97 |  |
| COLGLB30 | abr-30 | 7.38 | 3.4 | 5.95 | 12 | 12 | |  |
| COLGLA31 | ene-31 | 6.13 | 4.2 | 6.55 | | | |  |
| COLGLB31 | abr-31 | 3.13 | 4.5 | 6.11 | 4 | 4 | -103 |  |
| COLGLB32 | abr-32 | 3.25 | 5.2 | 6.26 | 0 | 0 | -105 |  |
| COLGLB33 | ene-33 | 10.38 | 5.1 | 6.48 | 11 | 11 | -50 |  |
| COLGLBA33 | abr-33 | 8.00 | 5.2 | 6.61 | -3 | -3 | -85 |  |
| COLGLB34 | feb-34 | 7.50 | 5.6 | 6.69 | -9 | -9 | -90 |  |
| COLGLB35 | abr-35 | 8.50 | 6.1 | 6.93 | -4 | -4 | |  |
| COLGLA35 | nov-35 | 8.00 | 6.7 | 6.93 | -10 | -10 | -86 |  |
| COLGLB36 | oct-36 | 7.75 | 7.1 | 7.05 | -10 | -10 | -90 |  |
| COLGLB37 | sep-37 | 7.38 | 7.5 | 7.08 | -5 | -5 | -76 |  |
| COLGLB41 | ene-41 | 6.13 | 9.2 | 7.35 | -2 | -2 | -78 |  |
| COLGLB42 | feb-42 | 4.13 | 9.9 | 7.34 | -9 | -9 | -70 |  |
| COLGLB44 | feb-44 | 5.63 | 9.7 | 7.50 | -5 | -5 | -73 |  |
| COLGLB45 | jun-45 | 5.00 | 10.4 | 7.60 | -9 | -9 | -63 |  |
| COLGLB49 | may-49 | 5.20 | 11.1 | 7.57 | -5 | -5 | -68 |  |
| COLGLB51 | may-51 | 4.13 | 12.2 | 7.40 | -9 | -9 | -55 |  |
| COLGLB53 | nov-53 | 8.75 | 10.8 | 7.84 | 0 | 0 | -72 |  |
| COLGLB54 | oct-54 | 8.38 | 11.0 | 7.83 | 0 | 0 | -73 |  |
| COLGLB61 | feb-61 | 3.88 | 13.4 | 7.05 | -14 | -14 | -71 |  |




























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 | 2.9 | 5.37 | -84 | -84 | 24 |  |
| TUVT07220131 | ene-31 | 6.50 | 4.1 | 6.27 | -28 | -28 | |  |
| TUVT20250333 | mar-33 | 3.00 | 5.9 | 5.93 | -52 | -52 | 60 |  |
| TUVT20040435 | abr-35 | 4.75 | 6.8 | 6.15 | -30 | -30 | 71 |  |
| TUVT18250237 | feb-37 | 3.75 | 8.2 | 6.08 | -54 | -54 | 48 |  |
| TUVT32160641 | mar-41 | 5.00 | 9.6 | 6.16 | -33 | -33 | 45 |  |
| TUVT32160649 | jun-49 | 3.75 | 13.1 | 6.16 | -17 | -17 | 104 |  |
| TUVT32160655 | may-55 | 5.25 | 13.3 | 6.13 | -42 | -42 | 93 |  |
| TUVT38010262 | feb-62 | 6.50 | 13.1 | 6.35 | -35 | -35 | |  |








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 | | -9.29 | -1384 | -1384 | |  |
| COLGLB27 | feb-27 | 8.38 | 0.9 | 4.86 | 4 | 4 | |  |
| COLGLBA27 | abr-27 | 3.88 | 1.1 | 4.45 | -2 | -2 | -114 |  |
| COLGLB28 | mar-28 | 11.85 | 1.7 | 5.09 | -86 | -86 | -86 |  |
| COLGLA29 | ene-29 | 3.75 | 2.7 | 5.43 | | | |  |
| COLGLB29 | mar-29 | 4.50 | 2.7 | 5.42 | 29 | 29 | -93 |  |
| COLGLA30 | ene-30 | 3.00 | 3.6 | 5.83 | 10 | 10 | -97 |  |
| COLGLB30 | abr-30 | 7.38 | 3.4 | 5.95 | 12 | 12 | |  |
| COLGLA31 | ene-31 | 6.50 | 4.1 | 6.55 | | | |  |
| COLGLB31 | abr-31 | 3.13 | 4.5 | 6.11 | 4 | 4 | -103 |  |
| COLGLB32 | abr-32 | 3.25 | 5.2 | 6.26 | 0 | 0 | -105 |  |
| COLGLB33 | ene-33 | 10.38 | 5.1 | 6.48 | 11 | 11 | -50 |  |
| COLGLBA33 | abr-33 | 8.00 | 5.2 | 6.61 | -3 | -3 | -85 |  |
| COLGLB34 | feb-34 | 7.50 | 5.6 | 6.69 | -9 | -9 | -90 |  |
| COLGLB35 | abr-35 | 8.50 | 6.1 | 6.93 | -4 | -4 | |  |
| COLGLA35 | nov-35 | 8.00 | 6.7 | 6.93 | -10 | -10 | -86 |  |
| COLGLB36 | oct-36 | 7.75 | 7.1 | 7.05 | -10 | -10 | -90 |  |
| COLGLB37 | sep-37 | 7.38 | 7.5 | 7.08 | -5 | -5 | -76 |  |
| COLGLB41 | ene-41 | 6.13 | 9.2 | 7.35 | -2 | -2 | -78 |  |
| COLGLB42 | feb-42 | 4.13 | 9.9 | 7.34 | -9 | -9 | -70 |  |
| COLGLB44 | feb-44 | 5.63 | 9.7 | 7.50 | -5 | -5 | -73 |  |
| COLGLB45 | jun-45 | 5.00 | 10.4 | 7.60 | -9 | -9 | -63 |  |
| COLGLB49 | may-49 | 5.20 | 11.1 | 7.57 | -5 | -5 | -68 |  |
| COLGLB51 | may-51 | 4.13 | 12.2 | 7.40 | -9 | -9 | -55 |  |
| COLGLB53 | nov-53 | 8.75 | 10.8 | 7.84 | 0 | 0 | -72 |  |
| COLGLB54 | oct-54 | 8.38 | 11.0 | 7.83 | 0 | 0 | -73 |  |
| COLGLB61 | feb-61 | 3.88 | 13.4 | 7.05 | -14 | -14 | -71 |  |

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 | 0.1 | 3.12 | -9 | -9 | -58 |  |
| COLGLA28 | sep-28 | 3.75 | 2.4 | 3.97 | -5 | -5 | |  |
| COLGLA30 | nov-30 | 4.50 | 4.2 | 5.83 | 10 | 10 | -97 |  |
| COLGLA32 | sep-32 | 5.00 | 5.4 | 5.60 | -13 | -13 | |  |
| COLGLA34 | nov-34 | 5.75 | 6.7 | 6.13 | -6 | -6 | |  |
| COLGLA36 | feb-36 | 5.63 | 7.0 | 6.39 | -8 | -8 | |  |
| COLGLA38 | nov-38 | 6.50 | 8.4 | 6.67 | -21 | -21 | |  |

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.