



Presión convenida

Febrero 19 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 globales se mantuvieron prácticamente estables en el último mes, en medio de un tono de política monetaria más restrictivo de la Fed. Pese a los crecientes temores de una burbuja en el sector tecnológico de EEUU, la demanda por Tesoros se mantiene débil, afectada por estrategias que algunos han denominado “el gran corto americano”. La presión fiscal mantiene elevada la oferta de bonos soberanos.

La demanda de inversionistas extranjeros por títulos de deuda en mercados emergentes alcanzó en enero máximos desde julio de 2025. La información preliminar de febrero sugiere que este fuerte apetito se habría mantenido, algo que sigue siendo consistente con la debilidad global del USD, unas condiciones financieras relativamente holgadas y mejoras en la percepción de riesgo-país que han implicado reducciones en las primas de riesgo soberano de emergentes.

En el plano local, las tasas de interés de los TES volvieron a incrementarse en febrero y acumulan desvalorizaciones significativas en lo corrido del año. Aunque la demanda de los inversionistas por TES ha mejorado y los números preliminares del Plan Financiero de 2026 no suponen una presión importante para la oferta de papel este año, la reciente sorpresa monetaria de BanRep, aunado a una fuerte presión de oferta de TES en el mercado vía colocaciones directas, han explicado en su totalidad este comportamiento de la curva de rendimientos.

En lo que va corrido de 2026, la mayor oferta de TES se ha canalizado a través de colocaciones convenidas con entidades públicas, las cuales ya superaron el cupo programado de COP 8 billones para todo el año. Teniendo en cuenta el pago de obligaciones programado para febrero por COP 40.9 billones, así como el bajo nivel de la caja en COP relativo a sus puntos de referencia históricos para esta época del año, es previsible que la oferta de TES se mantenga alta en el muy corto plazo.

Bajo este contexto, los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron, así como la demanda de los inversionistas. En el mercado primario, el apetito por TES UVR se mantiene alto y el de TCO se ha incrementado levemente, en medio de aumentos en sus tasas de interés. La demanda por TES de inversionistas extranjeros también se está recuperando y en lo corrido de este año están siendo compradores netos.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda pública se redujeron levemente durante el último mes, en medio de un tono de la Fed de EEUU más *hawkish* de lo esperado. Pese a los crecientes temores de una burbuja en el sector tecnológico, alimentados por un gasto en capital que luce excesivo y la reciente ola de despidos en varias de las compañías del sector, la demanda por bonos soberanos se mantiene débil en un contexto donde el apetito por deuda pública continúa afectado por estrategias que algunos han denominado “el gran corto americano” (ver “Desjaponización y emergentización americana” en [IMC – Enero de 2026](#)).

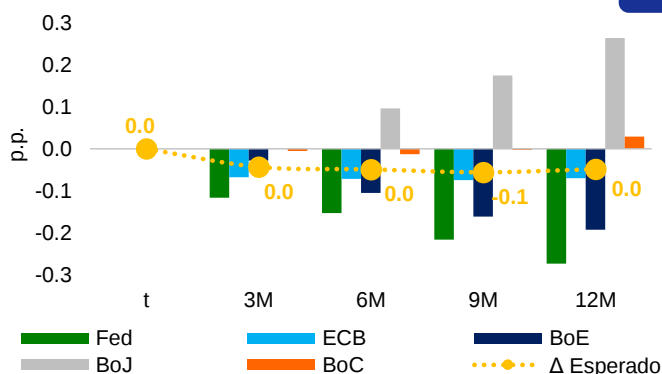
En EEUU, luego de la publicación de las minutas de la reunión de la Fed de enero donde se reveló un tono más restrictivo del emisor, las expectativas de movimientos de tasas de política monetaria implícitas en el mercado se ajustaron al alza. Ahora el mercado espera un recorte de 25 pbs en sus tasas de intervención para todo 2026, en contraste con los 50 pbs de recortes implícitos un mes atrás (Gráfico 1).

Las expectativas de tasas de política para otros faros monetarios mundiales, implícitas en los mercados avanzados, siguen incorporando un sesgo bajista moderado en las sendas previstas para los próximos 12 meses. La única excepción es el caso del Banco de Japón (BoJ), donde el mercado anticipa incrementos en las tasas de política para los próximos 12 meses en medio de un ajuste de su postura monetaria ultra laxa (ver “Estrés japonés y los TES” en [IMDP – Enero de 2026](#)).

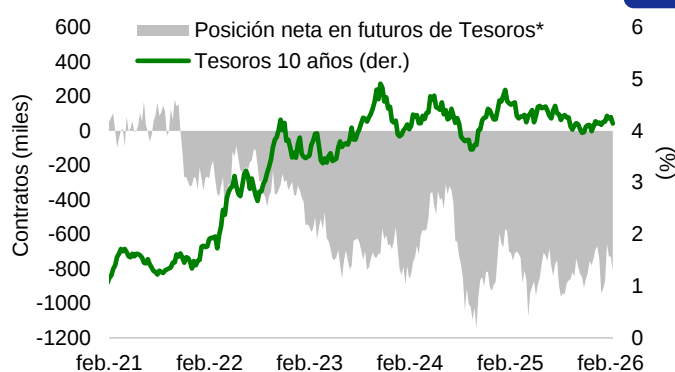
Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, mostraron en tendencia una leve reducción en febrero hasta niveles promedio de 4.15%. Como se explicó anteriormente, esta tendencia fue contenida por el tono restrictivo de la Fed, pero también por una débil demanda por Tesoros americanos de los inversionistas altamente especulativos (Gráfico 2). Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron un comportamiento similar al 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

Trayectorias de tasas de política en avanzados*



Demanda especulativa en Tesoros americanos



disminuyó ligeramente. No obstante, este diferencial continúa muy por debajo de su promedio histórico, afectado en gran medida por el fin del *carry-trade* japonés (Gráfico 3). Por su parte, las primas a término en las curvas de bonos soberanos de mercados desarrollados se redujeron levemente en febrero, pero en el balance permanecen en niveles superiores a los de un año atrás en medio de las persistentes tensiones monetarias-fiscales (Gráfico 4).

En LATAM, de acuerdo con las expectativas de tasas de política implícitas en los mercados monetarios, el sesgo también es ligeramente bajista para todo 2026, especialmente en Brasil donde los inversionistas anticipan recortes de 275 pbs. El contraste de la región es Colombia, pues el mercado anticipa incrementos de hasta 100 pbs adicionales a los que recientemente ejecutó BanRep en su primera reunión del año (ver “Inicia un cambio de ciclo” en [IMCE – Febrero de 2026](#)).

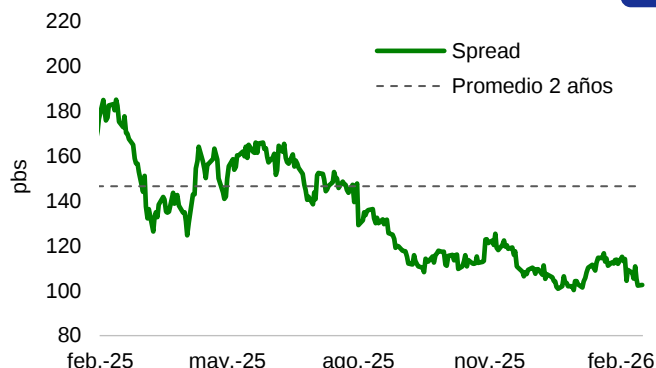
Los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos en la región registraron en febrero reducciones en el balance, siendo las tasas de interés de la deuda soberana de Colombia la única excepción (Gráfico 5). El promedio de los bonos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) se redujo apenas 1 pb, pero al excluir el movimiento de la deuda de Colombia, dicho promedio disminuye hasta 10 pbs frente al mes previo.

El mayor apetito por riesgo internacional sigue favoreciendo las primas de riesgo-país en la región. Sin embargo, el movimiento bajista del último año sólo contrasta en el caso de Colombia, donde dicha tendencia ha sido marginal frente a la de sus pares en la región (Gráfico 6). En este sentido, los CDS a 5 años de Colombia descendieron 7 pbs durante el último mes, pero persisten por encima del promedio regional con una brecha que se ubica en niveles de 124 pbs.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, se aceleraron en enero y alcanzaron máximos desde julio de 2025. Como lo habíamos advertido, este mayor influjo fue impulsado impulsados por buenos fundamentos macroeconómicos en los mercados emergentes (EM) y por la debilidad global del USD, que recientemente alcanzó mínimos no vistos en casi 4 años y fortaleció la demanda por activos financieros de riesgo denominados en otras monedas (ver

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

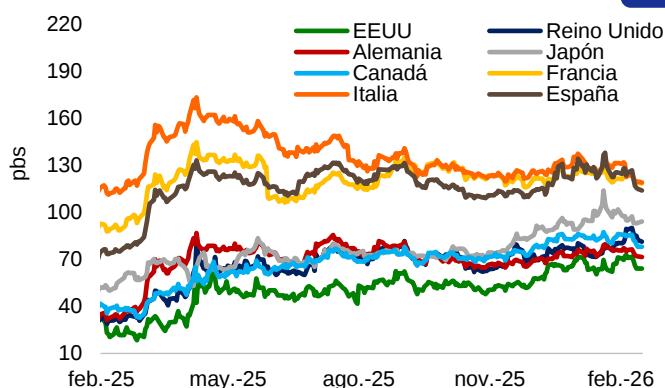
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

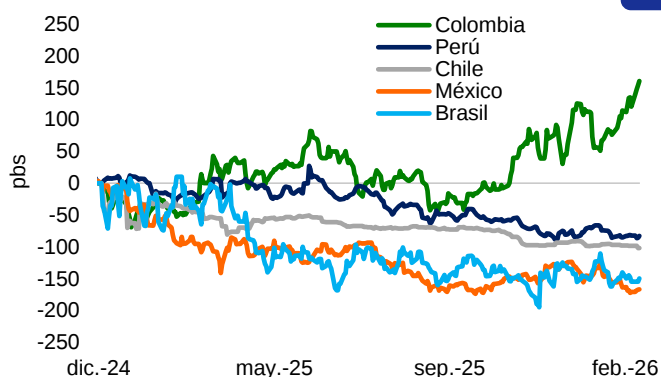
4



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.

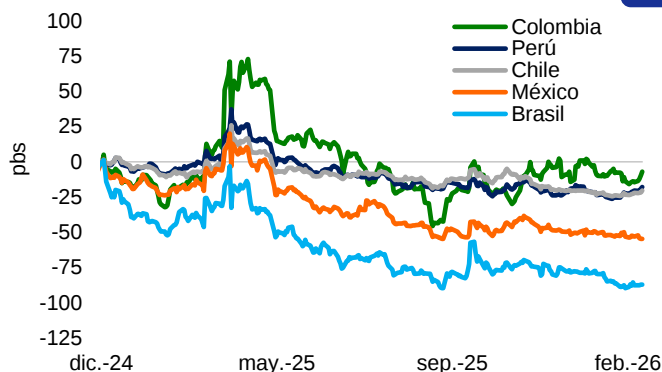
“Desjaponización y emergentización americana” en [IMC – Enero de 2026](#)).

Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas netas en títulos de deuda alcanzaron máximos no vistos desde julio de 2025 y ascendieron hasta USD 61,000 millones, representando casi la totalidad del flujo agregado de USD 68,700 millones cuando se incluyen otros activos (Gráfico 7). Este desempeño de enero también superó con creces las compras netas por USD 24,400 millones del mismo periodo de 2025. La región con la mayor participación fue Asia sin China (31%), seguida de LATAM (29.5%), Europa (22%) y África y Medio Oriente (17.5%).

Según lo que sugieren algunas variables proxy de flujos de inversión hacia EM, en febrero el apetito de los inversionistas por activos de mercados EM se habría mantenido. Esto es consistente no sólo con la continua debilidad del USD y unas mejores condiciones financieras globales, sino también con lo que reflejan las primas de riesgo soberano en países de alto riesgo. La mayor rentabilidad real que ofrecen estos títulos también seguirá alimentando la demanda por estos títulos en el corto plazo.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

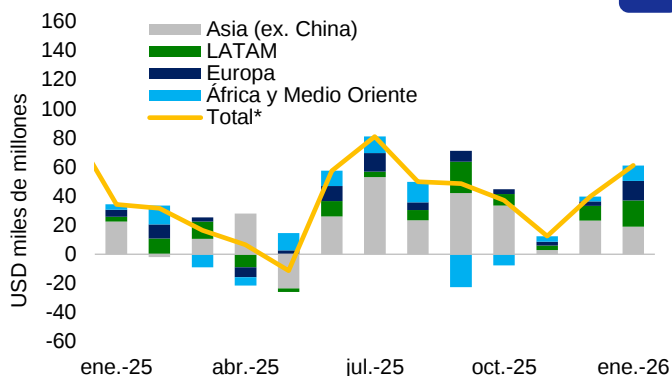
6



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

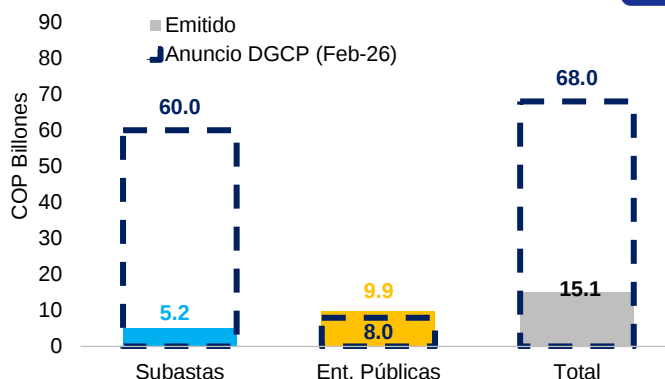
En contraste con lo observado en el contexto internacional, las tasas de interés de los TES volvieron a incrementarse en febrero y acumulan desvalorizaciones significativas en lo corrido del año. Aunque la demanda de los inversionistas por TES ha mejorado, y los números preliminares del Plan Financiero de 2026 (PF26) no suponen una oferta adicional de papel significativa para este año¹, el reciente y sorpresivo aumento de 100 pbs en la tasa de intervención de BanRep, aunado a una fuerte presión de oferta de TES en el mercado vía colocaciones convenidas, han explicado en su totalidad este comportamiento de la curva de rendimientos.

Sobre esto último, desde agosto del año pasado se reanudaron las colocaciones directas con entidades públicas, las cuáles sumaron en todo 2025 cerca de COP 24.1 billones (prácticamente son 3 veces lo programado de manera preliminar en el PF26). En lo que va corrido de 2026, el ritmo de estas colocaciones convenidas sigue acelerado y podría repetir el patrón del año anterior. En efecto, según nuestros cálculos, estas emisiones ascienden en febrero a COP 9.9 billones, concentradas en TES2035 que es un papel muy líquido y que ofrece una tasa cupón atractiva (11.75%). Esto significa que, en apenas 2 meses, se alcanzó el 125% del cupo por COP 8 billones programado para estas colocaciones en todo 2026 (Grafico 8).

La presión sobre la posición de liquidez en COP del Gobierno permanece elevada. El saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 6 de febrero se ubicó en COP 12.5 billones, nivel que se encuentra cerca del límite inferior de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9). Teniendo en cuenta el pago de obligaciones programado para febrero por COP 41 billones y este bajo nivel de la caja en COP, es previsible que la oferta de TES se mantenga alta en el muy corto plazo. Por su parte, la DGCP anunció que le dará prioridad a sus disponibilidades en cuentas en el exterior con el objetivo de mantener una caja alrededor entre USD 10,000 –

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

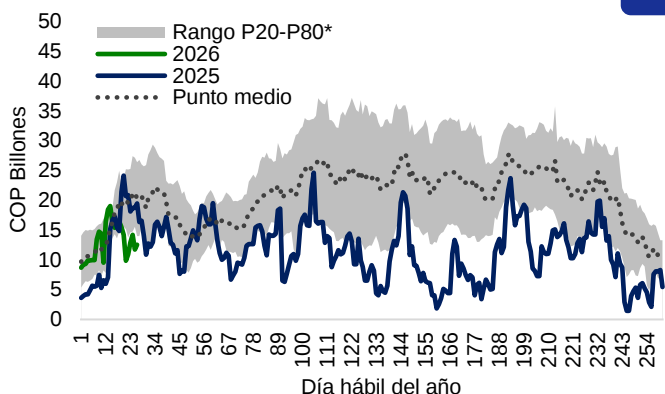
8



Fuente: DGCP. Elaboración 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 La Dirección General de Crédito Público (DGCP), en el Congreso de Tesorería del pasado 5 y 6 de febrero, anunció que: 1) el déficit a financiar en 2026 sería preliminarmente de COP 102.1 billones (5% del PIB), de los cuales COP 60.8 billones son intereses (3% del PIB); 2) la emisión por subastas se reduce hasta COP 60 billones; 3) las necesidades de financiamiento externo se habrían cubierto casi en su totalidad tras la reciente emisión de Globales por USD 4,950 millones; 4) las emisiones vía entidades públicas (convenidas) se reducen hasta COP 8 billones; y 5) las colocaciones directas con privados serían de COP 9 billones.

15,000 millones. Esta estrategia busca asegurar el pago del *Total Return Swap* (TRS) antes de mitad de año y contar con un colchón en USD para mitigar efectos cambiarios asociados a la volatilidad prevista del periodo de elecciones presidenciales.

Bajo este contexto, el nivel de toda la curva de rendimientos TES COP se desplazó nuevamente al alza en 63 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 larga, que han sido los títulos más afectados por la mayor oferta de títulos, las mayores expectativas de inflación y la reciente sorpresa monetaria de tasas BanRep subiendo su tasa de interés 100 pbs en enero (ver “Inicia un cambio de ciclo” en [IMCE – Enero de 2026](#)). Así, la curva de rendimientos prácticamente se aplanó, con una pendiente que se redujo significativamente hasta 39 pbs, niveles no vistos desde febrero de 2023 (Gráfico 11).

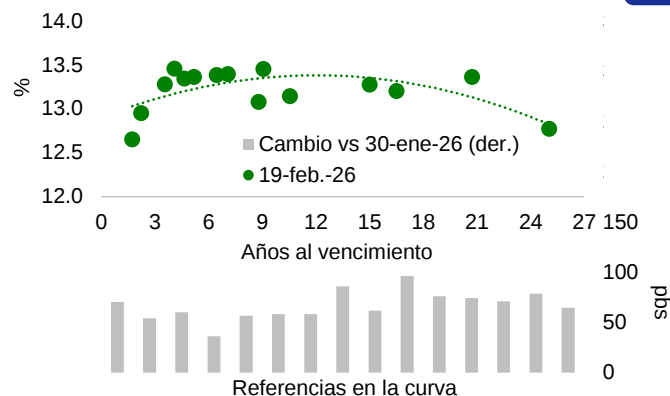
En el tramo corto de la curva, las desvalorizaciones en tasa fueron de 62 pbs. Allí sobresalen los aumentos de 70 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 12.65%, alcanzando máximos de 3 años. Este comportamiento recoge el movimiento de las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario, las cuales se han disparado hasta niveles del 12.5% y anticipan un pico del actual ciclo alcista de tasas BanRep sobre esos valores (Gráfico 12).

En las últimas subastas de TCO, los rendimientos de estos papeles alcanzaron niveles de 12.85%, lo que refleja no sólo las expectativas de tasa BanRep, sino también la presión de oferta de papel y las consecuentes mayores exigencias de tasa por parte de los inversionistas (baja demanda). Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 11.14%, pero siguen muy por debajo de las tasas de los TCO. Es de esperar que estas tasas también aumenten hasta niveles del 12%, en medio de una mayor competencia por captaciones suscitada por la disparada de los TCO.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 53 pbs. El rendimiento de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementó 60 pbs hasta niveles de 13.28%. En los TES COP de mayor duración se registraron desvalorizaciones en tasa de 73 pbs. Los

Evolución mensual de la curva TES COP

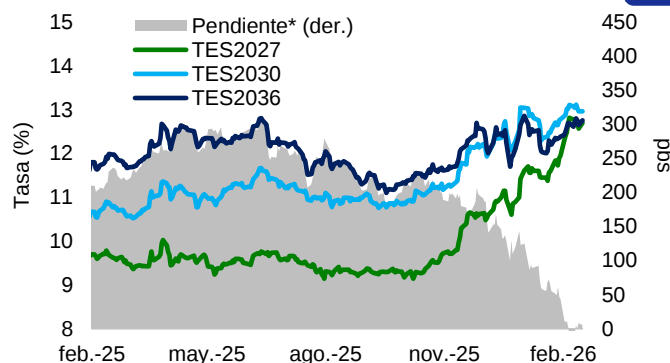
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11

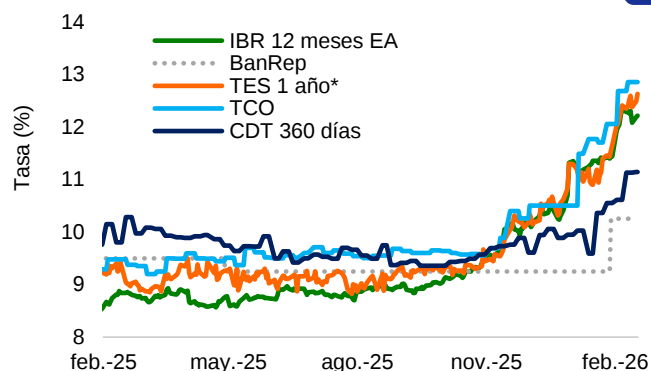


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2027.

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.

TES2033 y TES2035 fueron los grandes perdedores en este tramo con aumentos promedio en tasa de 91 pbs, hasta niveles de 13.4% y 13.45%, respectivamente. Los TES2035 han sido los más afectados, dadas las razones explicadas en la parte inicial de esta sección.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento alcista de 26 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13), replicando en parte el movimiento de la curva TES COP en medio de la fuerte presión de oferta de TES en el mercado. El tramo corto presentó desvalorizaciones de 25 pbs, donde el rendimiento de los TESUVR2027 aumentó hasta 4.79%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron incrementos de 27 pbs, donde se destaca la desvalorización de 33 pbs de los TESUVR2033 y de los TESUVR2035 hasta 6.26% y 6.48%, respectivamente.

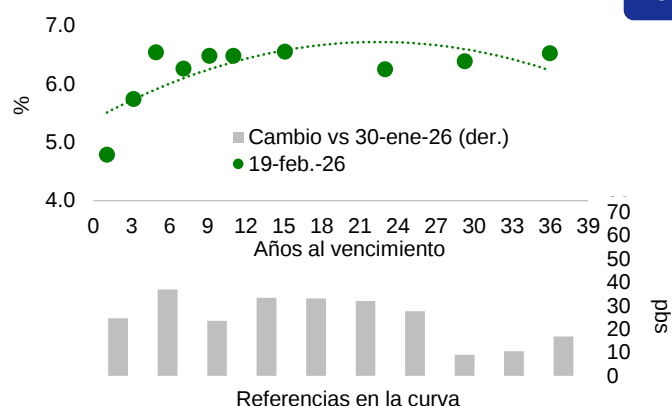
De esta forma, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se incrementó en promedio hasta 7.21% (Gráfico 14). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES aumentó hasta niveles de 7.2%, alcanzando máximos desde abril de 2023. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES se mantienen muy por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 3.5 billones en febrero, su nivel más alto desde agosto de 2025, aunque inferior a los COP 4.4 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Este incremento ha obedecido, en parte, a la mayor oferta circulante de TES de largo plazo, aunque también por una recuperación de la demanda en el mercado. Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2030 y TES2035. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2031.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2026, el monto total colocado hasta el 16 de febrero asciende a COP 5.2 billones, lo que representa un cumplimiento del 8.6% de la meta de COP 60 billones anunciada por la DGCP (Gráfico 16). En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 4.7 billones, repartidas en COP 3.4 billones de TES COP y COP 1.4 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas se mantuvieron en COP 500 mil millones. En las

Evolución mensual de la curva TES UVR

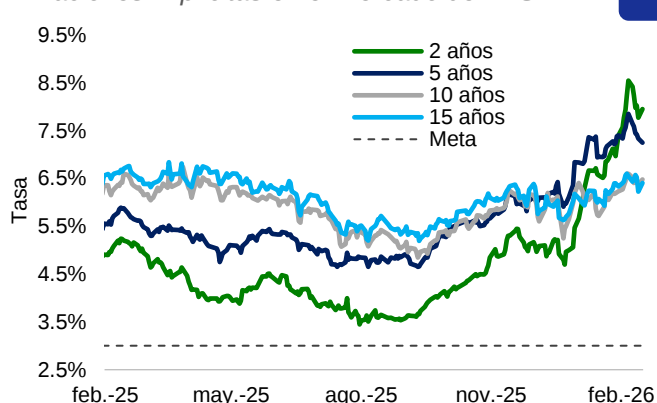
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

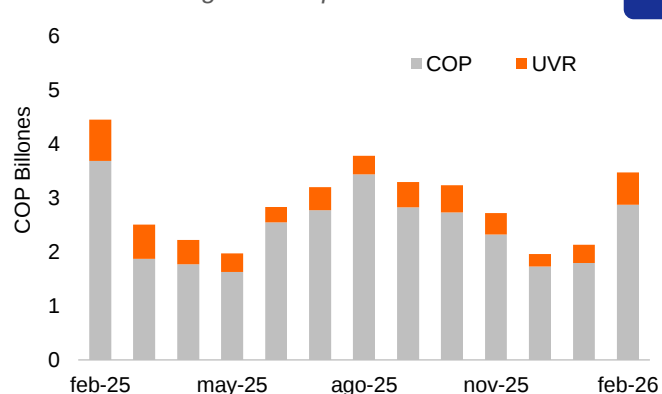
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en febrero aumentaron hasta un promedio de 13.37% y alcanzaron máximos históricos, en medio de un *bid-to-cover* que descendió hasta un promedio de 3.7 veces (Gráfico 17). En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio se mantuvieron relativamente estables en 6.3% y el *bid-to-cover* se redujo hasta 5.2 veces.

Por su parte, en las subastas de TCO el monto subastado en lo corrido de 2026 asciende a COP 4 billones, lo que representa un 6% del nuevo cupo total definido para este año (COP 67 billones). Las tasas de corte de los TCO en las subastas de febrero alcanzaron niveles de hasta 12.85% en algunas rondas, reflejando poco apetito de los inversionistas. El *bid-to-cover* aumentó hasta 2.9 veces, pero sigue siendo comparativamente bajo con los promedios históricos.

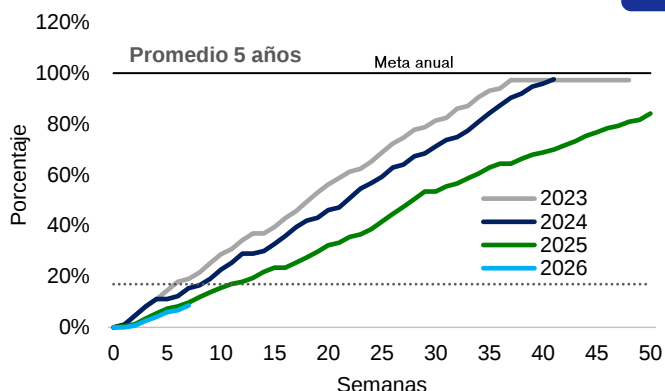
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC) con cierre de 2025 mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,193 billones, lo que representa un incremento de COP 170 billones frente al cierre de 2024. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 64.3%, superior al 59.7% de 2024 y de los valores más altos en la historia. El saldo de la deuda interna bruta fue de 45.2% del PIB, también superior al 38.6% del año anterior y anotando otro récord histórico. Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se ubicó en 19.1% del PIB, inferior al 21% de 2024, comportamiento que estuvo asociado a la apreciación del COP y las OMD que viene ejecutando la Nación con su deuda externa.

En lo corrido de 2026, la dinámica de las fuentes de financiamiento interno de largo plazo está superando en COP 7.8 billones la de financiamiento de corto plazo (Gráfico 18), situación que es consistente con el elevado ritmo de colocaciones directas explicadas anteriormente. Así, nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de enero y febrero, habría alcanzado niveles de 66.6% y 66.9%, respectivamente. Con estas cifras, calculamos también que la deuda neta total, que descuenta los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, se estaría ubicando en niveles del orden de 63.8% del PIB.

Las cifras de tenedores de TES en enero, publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), mostraron una leve recuperación de la demanda por TES

Cumplimiento de colocaciones por subastas

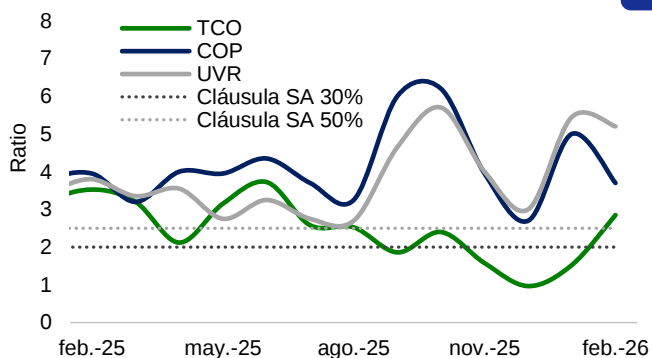
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

17

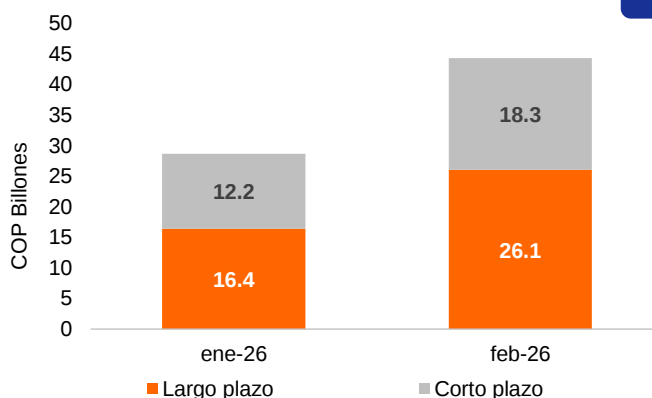


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

Fuentes de financiamiento interno durante 2026

18



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

de inversionistas, mejorando lo observado al cierre de 2025 y naturalmente excluyendo la colocación directa a PIMCO que implicó un fuerte incremento por COP 26.6 billones en las compras netas de los Fondos de Capital Extranjero (FCE).

Las Administrados de Fondos de Pensiones (AFP) realizaron compras de TES por COP 1.9 billones, aumentando su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta un 28.7% y ratificando su posición como los mayores tenedores de TES. Los bancos comerciales nuevamente fueron vendedores netos por COP 3.4 billones, las mayores ventas desde septiembre de 2025. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES descendió hasta 14.4%, pero permanecen en el tercer lugar del ranking de mayores tenedores de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 200 mil millones, con lo cual su participación sobre el saldo total se mantuvo estable en 11.7%.

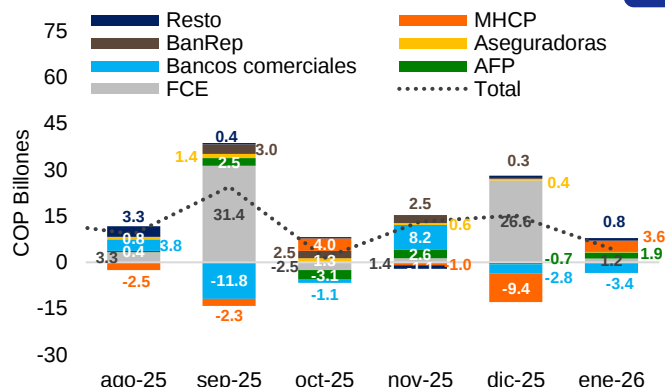
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 3.6 billones, algo que se explica en parte por su estrategia de aumentar su portafolio en TES para mejorar su posición de liquidez en COP, pero también como resultado de canjes con el mercado entregando TES de largo plazo y recibiendo TCO (Gráfico 19). Por su parte, BanRep no realizó compras ni ventas definitivas de TES.

Los FCE realizaron compras netas por COP 1.2 billones y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna se mantuvo en 22.7%, lo que los posiciona como los segundos mayores tenedores de TES. De acuerdo con estimaciones recientes realizadas por BanRep, estas compras estuvieron impulsadas principalmente por fondos mutuos, que por definición son altamente especulativos y buscan rendimientos altos en mercados emergentes. En ese contexto, los TES resultan comparativamente muy atractivos relativo a pares de la región, en medio de un elevado apetito por activos de riesgo (ver “Estrés japonés y los TES” en [IMDP – Enero de 2026](#)).

Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 6.4 billones en febrero, un flujo muy alto relativo a lo observado en el último año (excluyendo las implicaciones del TRS y la colocación directa a PIMCO).

Dinámica de los principales tenedores de TES

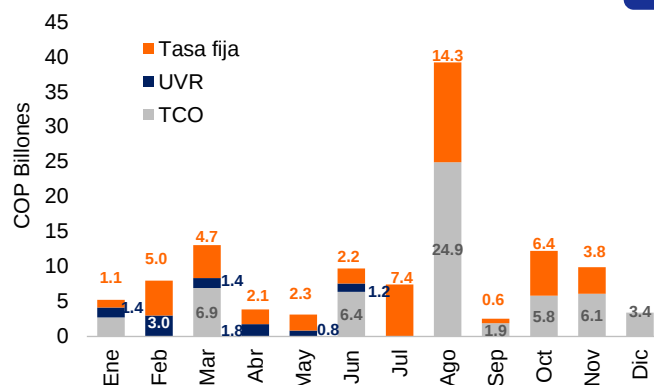
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno de fuerte emisión de TES en lo que va corrido de 2026, las necesidades de liquidez del sistema se mantienen elevadas. En febrero, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 27.2 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 26 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 19.3 billones, con una utilización que bordeó el 70%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 10.2% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó frente a enero y se situó en COP 7.9 billones.

Para marzo se estima una entrada de recursos al sistema por COP 13 billones (Gráfico 20), algo que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estas se derivan en: 1) COP 4.4 billones del pago del cupón de los TES2031 y TES2058; 2) COP 1.4 billones del pago de cupón de los TESUVR2033 y TESUVR2041; y 3) COP 6.9 billones de vencimiento de TCO.

Aspectos técnicos

La posición de riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM se deterioró en enero. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 7.95% hasta 7.43%, aunque 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 126 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 aún se encuentra 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 redujeron hasta 6.84%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.91%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2.5 p.p., también por encima del nivel promedio de muestra de 1.2 p.p.

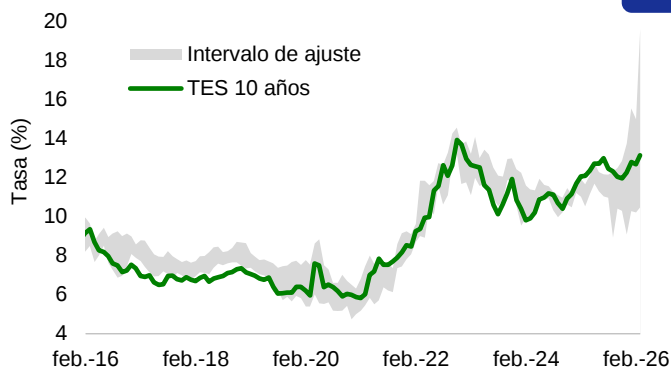
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2030 y TES2035, con un espacio de valorización de hasta 23 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 31 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 corto-largo. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y

Niveles justos de los TES de largo plazo

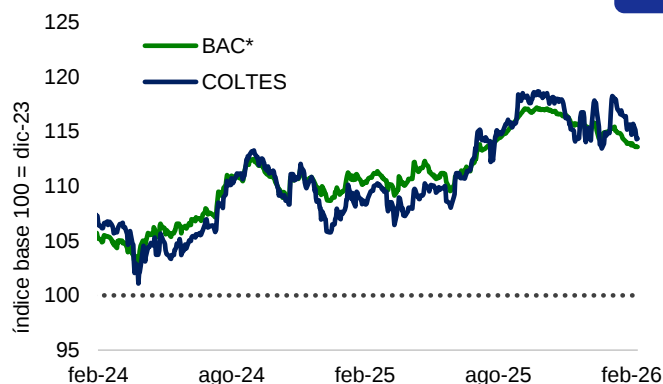
21



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.
*Los ponderadores se balancean mensualmente al cierre de cada informe.

TESUSD2054 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 29 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 13%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 47 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario en el corto plazo es baja-media.

El índice de deuda pública BAC, que mide el desempeño de los TES COP para un portafolio teórico-optimizado que depende del monto de negociación del mercado secundario, registró una variación mensual de -0.68% febrero. Este retorno presentó un mejor desempeño frente al -1.84% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 5.01% en enero hasta 2.94% en febrero (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 (19.3%) y TES2029 (30.7%).

Expectativas de corto plazo

El margen para valorizaciones de los Tesoros continúa muy limitado. Ante la creciente demanda por activos duros y de riesgo (especialmente activos en EM), estrategias en corto de activos americanos y tensiones de política monetaria-fiscal, las tasas de interés de la deuda pública en EEUU continuarán presionadas al alza. Bajo este contexto, para la referencia de la renta fija internacional, los Tesoros a 10 años, **anticipamos que los rendimientos continuarán en un rango de oscilación de 4% - 4.1% en lo que resta de 1T26.**

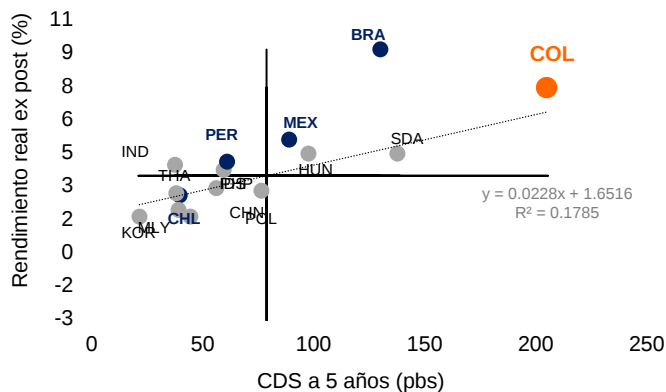
En terreno local, la incertidumbre en torno a la publicación oficial del PF26 continúa alimentando la expectativa de una mayor emisión de TES en el mercado para este año. El *momentum* de la estrategia de gestión de la deuda en 2025, cuyo efecto fue positivo en el mercado, se ha ido diluyendo en la medida que las necesidades de financiamiento para este año se perciben muy altas ante una presión de gasto primario otra vez elevada.

Casi toda la curva de TES COP opera cerca del 13%, lo que mantiene la pendiente de la curva en mínimos históricos. Aunque no descartamos una inversión de la curva (pendiente negativa) dado el mayor apetito por riesgo, especialmente de inversionistas extranjeros, factores idiosincráticos propios (prima de riesgo-país alta, calificación especulativa, etc.), así como la volatilidad característica de los periodos de elecciones presidenciales, hacen que la probabilidad de ocurrencia de este fenómeno sea relativamente baja para un país como Colombia.

Teniendo en cuenta que el ciclo alcista de tasas de BanRep está muy descontado por el mercado, y que la presión de oferta no se moderará en el corto plazo, seguimos anticipando niveles de estrés de 14% en los TES COP de largo plazo. Para marzo, **estimamos niveles objetivo de 12.75% para los TES2027 y 13.5% para los TES2036.**

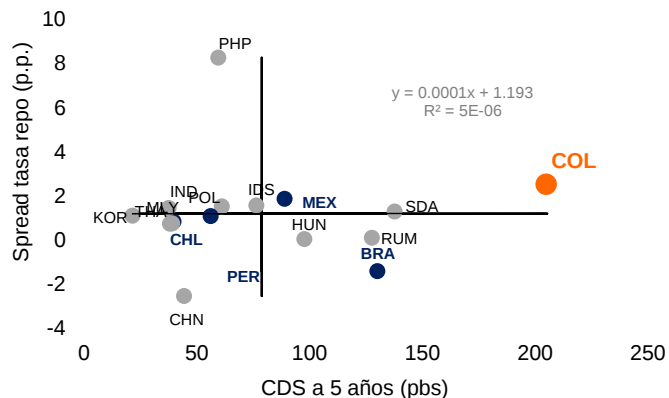
Dada la probabilidad de sorpresas alcistas en los datos de IPC de febrero y marzo, consideramos que los TES UVR sí tienen un margen de valorización atractivo en el corto plazo. La demanda por estos títulos seguirá siendo elevada.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



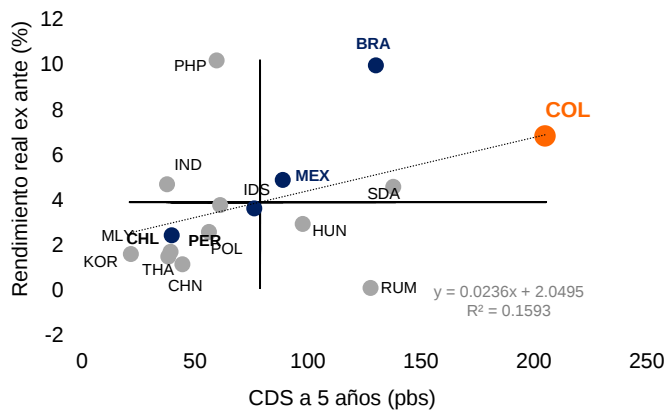
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



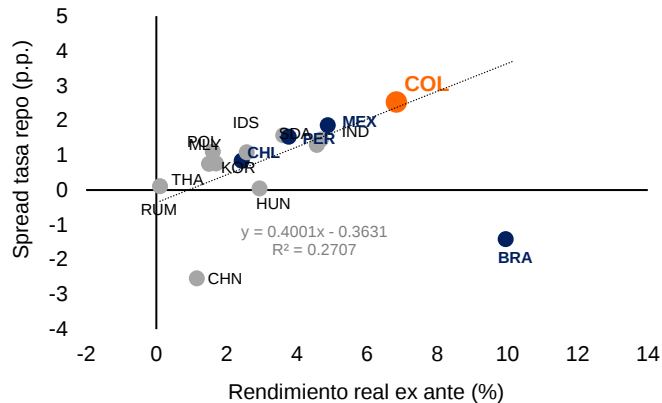
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



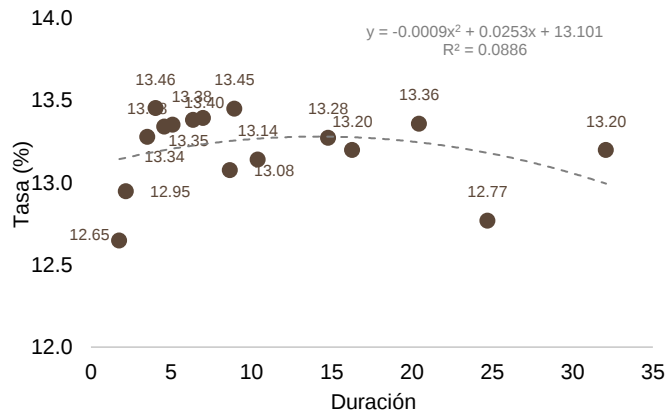
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



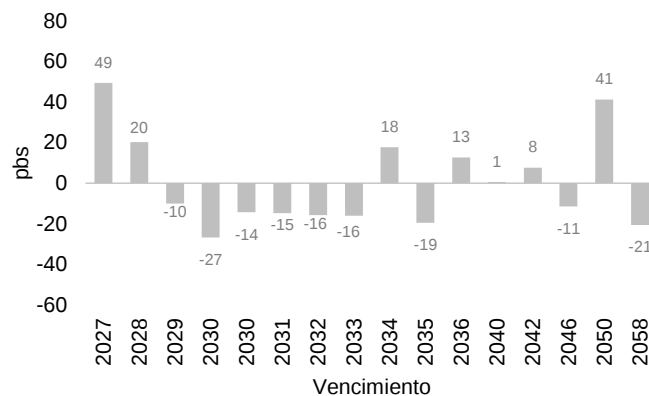
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



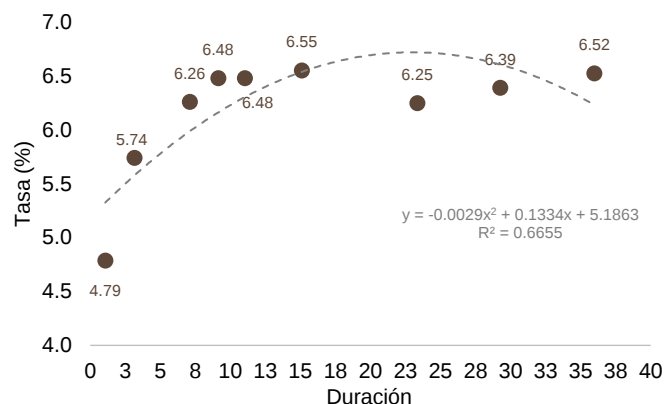
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



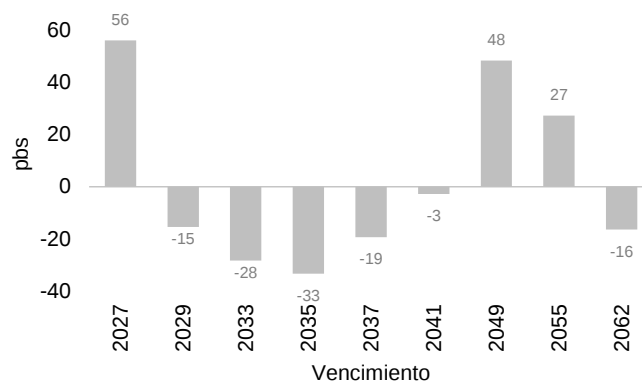
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



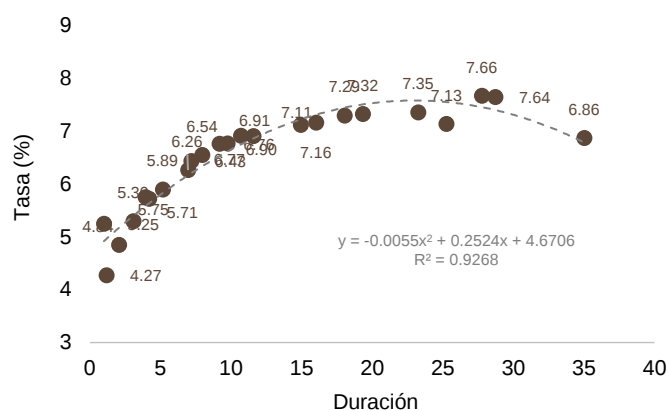
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



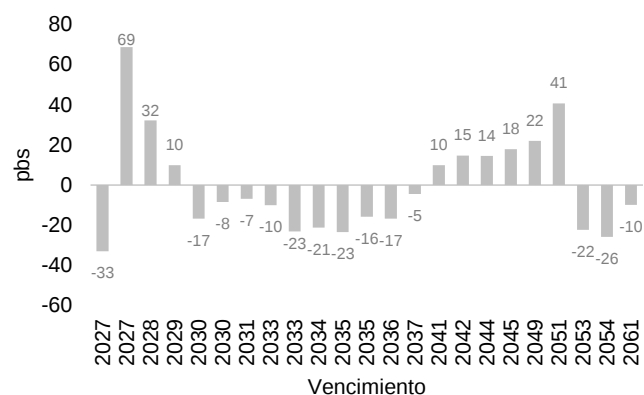
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.5	11.90	340	216	302	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.5	12.65	128	123	306	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.8	12.95	120	45	290	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.6	13.28	110	35		
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.7	13.46	89			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.4	13.34	96	29	258	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.6	13.32	70	107	228	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.6	13.35	95	34	230	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.3	13.38	103	46	212	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.4	13.40	114	49	198	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.4	13.08	79	18	144	
TFIT11240135	ene-35	11.75	5.1	13.45	119	35		
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.0	13.14	108	49	120	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	13.28	110	28		
TFIT21280542	may-42	9.25	6.4	13.20	115	40	95	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.6	13.36	131	29	72	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.7	12.77	82	-7	31	
TFIT34130358	mar-58	12.00	6.7	13.20	99	15		

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11170327	mar-27	3.30	1.0	4.79	-3	-116	32	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.9	5.74	33	-46	67	
TUVT07220131	ene-31	6.50	4.1	6.54	52	-1		
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.8	6.26	21	-19	89	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.7	6.48	33	3	101	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.0	6.48	36	-14	87	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.4	6.55	35	6	83	
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.0	6.25	19	-8	100	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.0	6.39	4	-15	112	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.7	6.52	34	-18		

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	
COLGLB27	feb-27	8.38	0.9	5.24	28	42		
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.1	4.29	-26	-19	-105	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.7	4.82	-28	-113	-113	
COLGLA29	ene-29	5.38	2.6	5.29	-17			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.7	5.32	-6	19	-89	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.6	5.78	-6	5	-91	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.4	5.75	-18	-8		
COLGLA31	ene-31	6.13	4.1	6.38	-15			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.4	5.94	-19	-12	-104	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.2	6.07	-21	-19	-115	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.1	6.29	-11	-8	-54	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.1	6.45	-13	-19	-97	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.9	6.58	-10	-19	-99	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.1	6.78	-14	-18		
COLGLA35	nov-35	8.00	6.7	6.78	-18	-25	-100	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.1	6.93	-14	-22	-98	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.5	6.93	-15	-19	-89	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.2	7.14	-22	-23	-93	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.9	7.18	-19	-25	-79	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.7	7.32	-18	-23	-88	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.5	7.35	-18	-35	-79	
COLGLB49	may-49	5.20	11.2	7.37	-19	-24	-79	
COLGLB51	may-51	4.13	12.3	7.16	-27	-33	-75	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.9	7.68	-17	-16	-86	
COLGLB54	oct-54	8.38	11.1	7.65	-17	-18	-89	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.5	6.89	-19	-30	-81	

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	4.15	187	94	68	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.4	3.81	-11	-21		
COLGLA30	nov-30	4.50	4.1	5.78	-6	5	-91	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.4	5.35	-19	-39		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.6	5.86	-27	-33		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.4	6.07	-31	-40		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.4	6.40	-28	-49		

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.