



Comentario económico

Mercado de Deuda Pública en EEUU

Por querer hacer más, a veces se logra menos

Agosto 25 de 2026

Autores:

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

El Departamento del Tesoro de EEUU anunció la semana pasada un plan para acelerar las recompras de Tesoros de largo plazo, con el objetivo de dar apoyo a las condiciones de liquidez en ese tramo de la curva de deuda pública. En esencia, el plan contempla aumentar el monto de las recompras de Tesoros en los segmentos de 10 a 20 años y de 20 a 30 años, desde los actuales USD 2,000 millones por operación hasta al menos USD 4,000 millones.

La operación consiste en retirar de circulación Tesoros de largo plazo previamente emitidos, calzando la operación con una mayor emisión de Tesoros de corto plazo para utilizar como entregables. En la actualidad, esos bonos de corto plazo cobran un interés inferior a los de mayores plazos, situación que justifica parcialmente el costo de oportunidad que asume el Gobierno de EEUU de reemplazar deuda de largo plazo con intereses altos por deuda de corto plazo con menores intereses. El Tesoro americano también podría utilizar sus disponibilidades a la vista en la Cuenta General del Tesoro (TGA).

La reacción de los Tesoros ha tenido el signo esperado, pero en magnitudes muy bajas que incluso se han venido corrigiendo. La operación representa apenas un 0.08% del volumen de la deuda pública total, algo que el mercado ha tomado como un gesto simbólico y no como una medida contundente para reducir el acervo de la deuda y su costo de financiación. Tampoco resuelve el desequilibrio de oferta en el mercado de deuda de EEUU, en medio de una persistente debilidad en la demanda de Tesoros y un aumento significativo de su oferta.

Si bien la ley en EEUU prohíbe el financiamiento directo de la Fed al Gobierno, no limita la capacidad que tiene la Fed para suavizar las condiciones del mercado de Tesoros. De hecho, la mayor emisión de Tesoros de corto plazo, que viene superando la de bonos de largo plazo, ha sido absorbida en su totalidad por las compras definitivas de estos títulos que viene ejecutando la Fed en el marco de su nueva estrategia de reinversiones desde finales de 2025.

En nuestra opinión, esta operación de recompras de bonos de largo plazo aumenta el riesgo de refinanciamiento y no soluciona el problema estructural del mercado de Tesoros. Además, una demanda estructuralmente más baja de Tesoros, una mayor oferta de deuda pública y cualquier expansión de la base monetaria en USD, no producirá otra cosa que aumentos en las tasas de interés del mercado de deuda y una inexorable depreciación del USD.

Recompras de largo plazo

El Departamento del Tesoro de EEUU (USDT, por sus siglas en inglés) anunció la semana pasada un plan para acelerar las recompras de Tesoros de largo plazo, con el objetivo de dar apoyo a las condiciones de liquidez en ese tramo de la curva de deuda pública. En esencia, el plan contempla aumentar el monto de las recompras de Tesoros en los segmentos de 10 a 20 años y de 20 a 30 años, desde los actuales USD 2,000 millones por operación hasta al menos USD 4,000 millones.

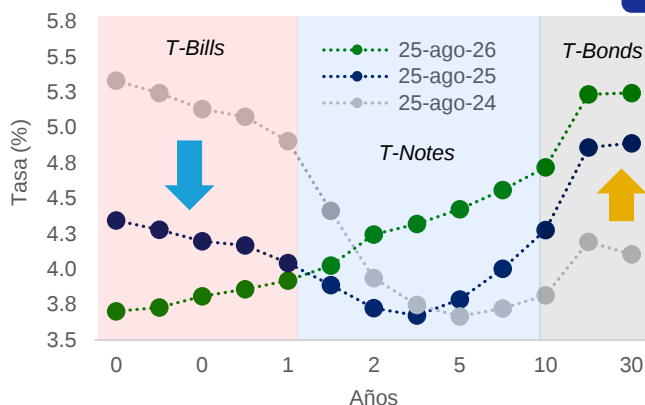
Según lo indicó el propio USDT, el plan comenzará a ejecutarse a partir del próximo 9 de septiembre y se mantendrá vigente durante el resto del trimestre de refinanciación, el cual finaliza el 4 de noviembre. Teniendo en cuenta que la frecuencia de las recompras también aumentaría de 2 a 4 por operaciones trimestrales en los dos segmentos, eso equivale a 8 operaciones en total durante el trimestre completo y un monto que ascendería hasta USD 32,000 millones.

La lógica de estas recompras es bastante sencilla. El USDT sale al mercado secundario a comprar Tesoros de largo plazo previamente emitidos y los retira de circulación, algo que permite aliviar las condiciones de liquidez del mercado y también presiona a la baja las tasas de interés de los bonos en esos plazos. Para calzar la operación sin la necesidad de recurrir a fuentes no convencionales de financiamiento, el USDT emite Tesoros de corto plazo como entregables, títulos con vencimientos de hasta 1 año (Letras del Tesoro o *T-Bills*). En la actualidad, los *T-Bills* cobran un interés inferior a Tesoros de mayores plazos, situación que no era el caso en años previos (2024-2025) y que justifica parcialmente el costo de oportunidad que asume el USDT de reemplazar deuda de largo plazo con intereses altos por deuda de corto plazo con menores intereses (Gráfico 1).

El USDT también podría utilizar sus saldos de tesorería (disponibilidades a la vista) en la Cuenta General del Tesoro (TGA) para calzar parte de la operación, aunque esa es una práctica poco eficiente en la medida que deteriora su posición de liquidez. La opción de que pida prestados recursos a la Fed, lo que implicaría un financiamiento directo al Gobierno por parte del banco central y una consecuente expansión de la base

Curva de rendimientos de Tesoros americanos

1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

monetaria en USD, es algo que está prohibido por la ley en EEUU, de modo que queda descartada por definición.

En este entorno, la reacción inmediata de la curva de rendimientos de los Tesoros estuvo en línea con la dirección esperada por el USDT. Las tasas de interés de los Tesoros de largo plazo (Bonos del Tesoro o *T-Bonds*) cayeron 10 pbs, seguidos de los rendimientos de los bonos con vencimientos entre 1 y 10 años (Notas del Tesoro o *T-Notes*) que hicieron lo propio con reducciones promedio de 2 pbs. Las tasas de los T-Bills, en contraste, apenas se movieron.

Sin embargo, **las magnitudes de los descensos en los T-Bonds fueron muy bajas y de hecho se han venido corrigiendo en jornadas recientes** (Gráfico 2). Más aún, las tasas de interés de los T-Bills y los T-Notes se han incrementado frente a los niveles previos al anuncio. Esto último resulta consistente con la mayor oferta relativa de papel de estos títulos dada la naturaleza de la operación de recompra.

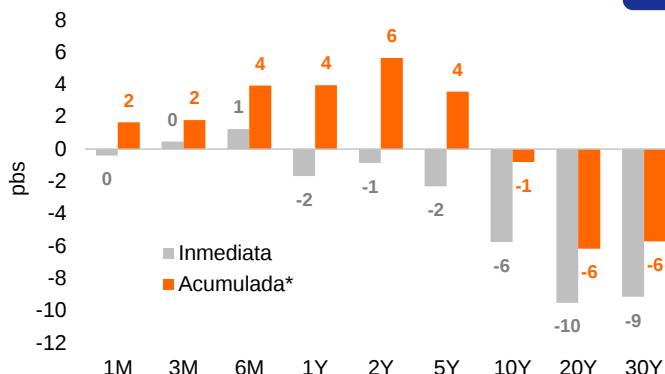
Parte del porqué el efecto ha sido tan moderado reposa en el hecho de que el monto de las operaciones es excesivamente pequeño, relativo al volumen de total de Tesoros en circulación. En efecto, **frente a los USD 40 billones que es el importe actual del saldo de la deuda pública total en EEUU, los USD 32,000 millones de la recompra trimestral son apenas el 0.08%**. Esta es una proporción tan baja que la operación ha sido tomada por el mercado como un gesto simbólico del USDT y no como una medida de impacto que logre reducir decididamente el acervo de la deuda a largo plazo y su costo de financiación.

El problema es estructural

Quizás lo más importante que explica esta pobre reacción de los mercados al anuncio del USDT es que este tipo de medidas no resuelve el problema fundamental de fondo: un evidente exceso de oferta en el mercado de Tesoros. Como lo explicamos en un informe reciente, la demanda de Tesoros se ha venido debilitando en los últimos años como consecuencia de una mayor percepción de riesgo de los inversionistas ante una deuda pública que se ha disparado y ronda niveles muy grandes de 125% del PIB de EEUU. Asimismo, grandes acreedores de la deuda pública americana, como es el caso de Japón, han venido

Reacción de las tasas de interés de los Tesoros

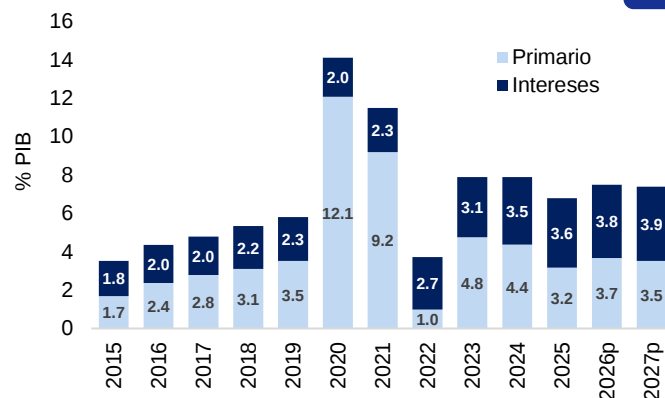
2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Variación acumulada hasta el 25 de agosto de 2026.

Desagregación del déficit fiscal total en EEUU

3



Fuente: FMI y US-CBO. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

ejecutando ventas masivas de Tesoros que exacerban el desequilibrio de oferta en el mercado (ver “Japón: entre la espada y la pared – Parte 2” en [CE – Agosto 13 de 2026](#)).

El mayor endeudamiento se origina, como está sucediendo en casi todo el mundo, por un mayor déficit fiscal. En el caso particular de EEUU, el déficit primario del Gobierno en la post-pandemia ha registrado niveles promedio-año de 4.5% del PIB, muy por encima de los niveles pre-pandemia que rondaron el 2.7% anual entre 2015 y 2019. Además, ante el exponencial incremento de la deuda para enfrentar los efectos de la pandemia, así como las mayores tasas de interés de política monetaria de la Fed en los últimos años, el servicio de la deuda en EEUU alcanzó máximos históricos de 3.6% del PIB en 2025 y seguirá subiendo en 2026-2027 hacia niveles de 4% del PIB (Gráfico 3).

Esta espiral americana tiene muchas similitudes con el caso de Japón que estudiamos en un informe anterior (ver “Japón: entre la espada y la pared – Parte 1” en [CE – Agosto 11 de 2026](#)). El USDT requiere emitir deuda cada vez más costosa para honrar sus obligaciones con los acreedores y financiar el alto déficit primario, en medio de un contexto donde el apetito de los inversionistas por Tesoros se ha reducido estructuralmente.

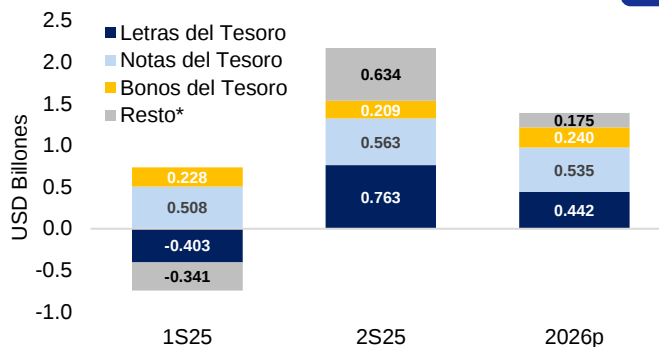
¿Puede la Fed ayudar en algo?

Si bien la ley en EEUU prohíbe el financiamiento directo de la Fed al Gobierno, no necesariamente eso limita la capacidad que tiene el emisor para suavizar las condiciones del mercado de Tesoros a través de sus herramientas de compras/ventas definitivas de bonos. De hecho, eso parece ser lo que viene ocurriendo desde finales de 2025.

Cuando EEUU alcanzó el techo de la deuda a principios de 2025, el USDT redujo durante el primer semestre de ese año (1S25) el saldo de T-Bills y otra deuda pública en USD 700,000 millones para mantener las emisiones primarias de T-Notes y T-Bonds por ese mismo importe. De esa manera, logró mantener constante el saldo de la deuda hasta julio, cuando el Congreso aprobó un nuevo incremento del techo hasta el actual límite de USD 41.1 billones (ver “Ver para creer” en [IMDP – Julio de 2025](#)). Desde entonces, las emisiones de T-Bills han superado las de T-Bonds y T-Notes, constituyéndose en la principal

Emisiones deuda pública del Tesoro en EEUU

4



Fuente: Reporte Mensual de Deuda Pública (MSPD). US BFS.

Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Tesoros indexados a IPC (TIPS), colocaciones directas (GAS) y otra deuda.

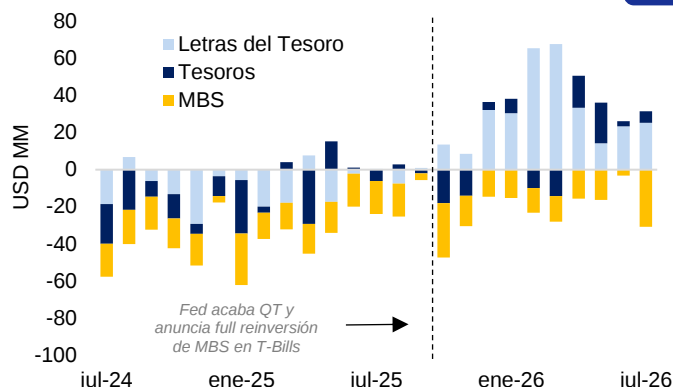
fuelle de financiamiento del USDT (Gráfico 4). En efecto, desde el aumento del techo de la deuda a mediados del año pasado, las emisiones de T-Bills suman USD 1.2 billones, por encima de las colocaciones de USD 1.1 billones en T-Notes y de USD 0.4 billones en T-Bonds.

Esta situación pudo haber sido un determinante adicional del fuerte apretón de liquidez que tuvo el sistema financiero en EEUU precisamente desde el año pasado. Como lo estudiamos en su momento, dicha coyuntura fue lo que motivó a la Fed no sólo a frenar su programa de Contracción Cuantitativa (QT) sino a rebalancear su política de reinversiones (ver “Aliviando tensiones” en [CE – Noviembre 11 de 2025](#)). Vale la pena recordar que la Fed fijó que todos los vencimientos de títulos con respaldo hipotecario (MBS) fueran utilizados en su totalidad para reinversiones en T-Bills a partir de diciembre de 2025.

Las cifras muestran de forma contundente como la Fed ha venido aumentando sus tenencias de T-Bills sistemáticamente. Mientras que el marchitamiento conjunto entre T-Notes, T-Bonds y MBS suma USD 87,000 millones, las compras definitivas de T-Bills acumulan USD 292,000 millones desde el inicio de esta nueva estrategia de la Fed (Gráfico 5). Consecuencia de lo anterior, el saldo de tenencias totales de activos de la Fed, que es la contracara de la base monetaria en el balance del banco central, se ha incrementado hasta USD 6.7 billones (Gráfico 6). Aunque el aumento ha sido marginal, en cualquier caso, representa una expansión de la base monetaria en USD.

Variación tenencias Fed desde finales de 2025

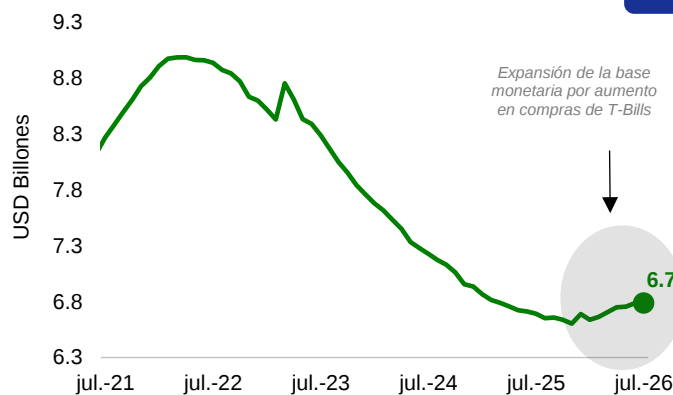
5



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tenencias de activos del Fed en últimos 2 años

6



Fuente: Sistema de la Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

Riesgos inmediatos y futuros

En nuestra opinión, como ya lo habíamos mencionado previamente, esta medida del USDT solo aumenta el riesgo de refinanciamiento de corto plazo y no soluciona el problema estructural de fondo. Eso no implica que, desde una óptica netamente financiera, la estrategia de endeudarse a corto plazo en esta coyuntura sea incorrecta. De hecho, ha sido lo correcto en la medida que el USDT está aprovechando el arbitraje que ofrece un costo de financiamiento a corto plazo más barato frente al de largo plazo.

Adicionalmente, el problema de que la Fed entre a suavizar de forma permanente la tensión del mercado de Tesoros es que **se podría estar generando una suerte**

de dominancia fiscal en EEUU, como ha sido el caso de Japón. Sería justo decir que, en el pasado, la Fed hizo justamente lo mismo y en mayores proporciones, sin generar efectos sobre los precios de los activos americanos, principalmente Tesoros y USD. Ciertamente, durante más de una década la Fed implementó programas de expansión cuantitativa (QE) a través de compras masivas de activos financieros, principalmente Tesoros, con lo cual financió en buena medida la fuerte emisión de bonos del Gobierno y también amplió significativamente la base monetaria.

No obstante, durante esa época, la demanda de Tesoros y USD era muy alta, por lo que mayores emisiones de estos activos no generaron desvalorizaciones (caídas en su precio). La coyuntura actual es muy diferente. **Ante una demanda estructuralmente más baja, una mayor oferta de Tesoros y cualquier expansión de la base monetaria en USD, producirá aumentos en las tasas de interés del mercado de deuda y una inexorable depreciación del USD.** Esto implica que, aunque la participación de la Fed en este momento sea marginal, el desequilibrio actual podría inducir más inflación y eventualmente limitar la capacidad de respuesta de la política monetaria en EEUU ante riesgos bajistas sobre el crecimiento y el empleo.

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.
