



Agosto 27 de 2026

Regresa el empinamiento

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

Las tasas de interés en los mercados globales de deuda pública continuaron aumentando en agosto, en medio de una creciente percepción de dominancia fiscal en el mundo y pese a la estabilidad reciente en las tasas de política monetaria de los principales faros mundiales. La volatilidad implícita de los Tesoros se encuentra en mínimos, reforzando estabilidad en la tendencia. La demanda de bonos soberanos de mercados emergentes continúa fuerte y altamente concentrada en títulos de deuda. LATAM se sigue destacando como un destino atractivo para la inversión de cartera en renta fija de no residentes.

La curva de rendimientos TES COP se empinó en agosto, luego de 5 meses invertida. Esto ocurrió en medio de un ajuste a la baja en las expectativas de tasas BanRep y presiones alcistas en las tasas de los TES de la parte más larga de la curva. Dado el elevado gasto público previsto para todo 2026, sumando el impulso del primer semestre y los recursos que se requieren para atender la actual emergencia económica en los próximos meses, es muy probable que el déficit fiscal cierre este año cerca de 7% del PIB.

Las colocaciones de TES se redujeron significativamente en agosto. Crédito Público agotó el cupo de emisiones de TES programado por subastas y las colocaciones directas con entidades públicas fueron prácticamente nulas. Frente a la meta de desembolsos internos totales de 2026, existe un remanente de apenas COP 4 billones que tendría que colocarse por emisiones convenidas. La probabilidad de un aumento en el cupo de las subastas también es alta.

La posición de liquidez en COP del Gobierno se mantiene holgada y por encima de los niveles de 2025, favorecida en gran medida por las mega-subastas de meses previos y un buen comportamiento del recaudo. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario disminuyeron levemente y la demanda de TES en el mercado primario continúa fuerte. Los inversionistas extranjeros habrían seguido tomando utilidades en agosto y serían vendedores netos por segundo mes consecutivo.

Nuestras estimaciones sugieren una razón deuda bruta a PIB de 60.4% promedio entre julio y agosto, inferior a registros de meses previos. En ese mismo sentido, la deuda neta estaría bordeando niveles de 56.4% del PIB, por debajo de la meta de 58.9% del MFMP26. La participación de la deuda externa continúa anotando mínimos históricos gracias a la fuerte apreciación del tipo de cambio.

Contexto internacional

Las tasas de interés de los bonos soberanos a nivel mundial continuaron al alza en agosto. A pesar de que los principales faros monetarios del mundo han frenado recientemente los aumentos de tasas de política y que la inflación mundial se ha estabilizado, la presión alcista en los rendimientos de la deuda pública global continúa fuerte y en muchos casos siguen anotando máximos históricos (Gráfico 1). En su totalidad, lo anterior responde a una mayor exigencia de primar a término por parte de los inversionistas ante una creciente percepción de dominancia fiscal en las principales economías del mundo (ver “Japón: entre la espada y la pared” en [CE – Agosto 11 de 2026](#)).

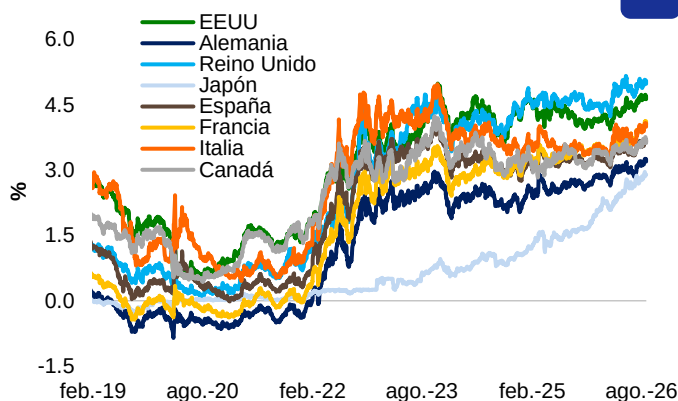
Muchas medidas de volatilidad implícita de la deuda pública vienen mostrando un fenómeno llamativo. A pesar de que las tasas de interés de los bonos están subiendo, lo cual suele estar asociado a caídas en los precios y/o turbulencia en el mercado, muchas de estas métricas se encuentran en mínimos de varios años (Gráfico 2). Esto implica que los inversionistas no están esperando en el futuro cercano sobresaltos ni movimientos bruscos, algo que sugiere una fuerte estabilidad en la tendencia de los rendimientos de los bonos soberanos y que su causalidad está más asociada a aspectos estructurales (largo plazo) que especulativos (corto plazo).

En EEUU, la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en julio y sigue ejecutando su nueva estrategia de limitar la información sobre sus expectativas del rumbo futuro de tipos, anteriormente conocida como *forward guidance*. Adicionalmente, el Departamento del Tesoro anunció un aumento en el importe de las operaciones trimestrales de recompras de Tesoros de largo plazo, financiado principalmente con emisión de bonos de corto plazo, pero también con disponibilidades a la vista. El efecto sobre las tasas de los bonos ha sido muy imitado, pues el anuncio fue tomado por el mercado más como un gesto simbólico y no como una medida estructural para frenar el aumento desmedido de la deuda pública en EEUU (ver “Por querer hacer más, a veces se logra menos” en [CE – Agosto 25 de 2026](#)).

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años en EEUU, aumentaron en agosto y alcanzaron

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

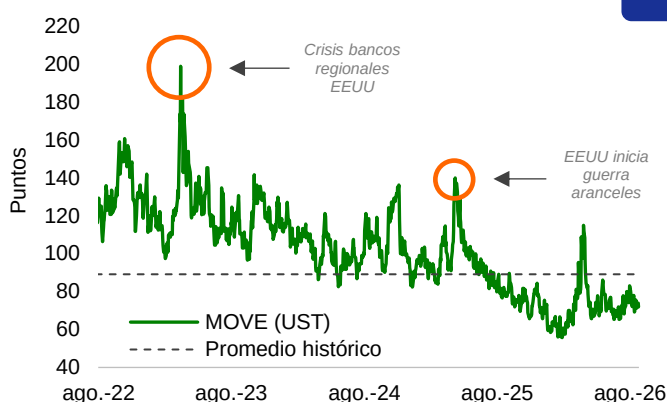
1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Nerviosismo en mercado de Tesoros (Índice MOVE)

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

niveles de 4.75%, máximos no vistos desde enero de 2025. Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia durante el último mes, en especial la deuda pública de economías avanzadas de Europa donde el aumento en los rendimientos superó el 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 descendió en agosto y permanece por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 3). Asimismo, la pendiente en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados aumentó en el último mes y la de la deuda de Japón continúa siendo la más alta (Gráfico 4).

En LATAM, la postura de política monetaria de los principales bancos centrales se ha estabilizado recientemente. Más aún, las tasas implícitas en los mercados monetarios sugieren estabilidad para lo que resta de este año, siendo la única excepción Brasil donde el mercado descuenta algunos leves recortes adicionales en la tasa Selic ante el enfriamiento que viene exhibiendo la economía.

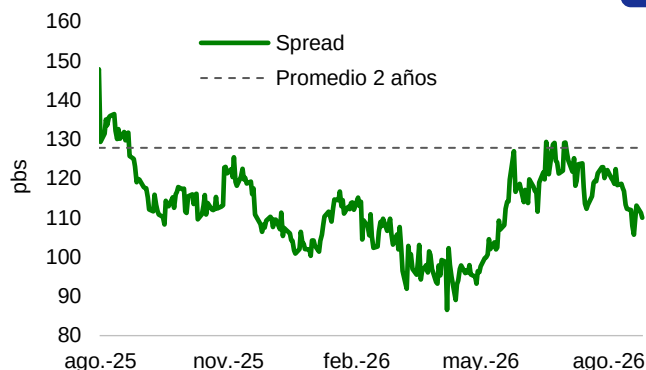
De esta forma, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), registraron leves incrementos en el último mes. Esto incluye los títulos de Colombia, los cuales comienzan a dar señales de estabilidad sobre sus niveles justos (Gráfico 5).

Las primas de riesgo-país en LA5 mostraron reducciones en agosto, motivadas por el mayor apetito por riesgo de los inversionistas internacionales hacia activos financieros de la región (Gráfico 6). En particular, los CDS a 5 años de Colombia cayeron hasta niveles de 136 pbs, mínimos no vistos desde septiembre de 2021.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) excluyendo a China, según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), registraron una fuerte entrada en julio de USD 25,900 millones, la más alta desde abril pasado y nuevamente muy concentrada en títulos de deuda. En efecto, los ingresos por inversión de cartera hacia activos de renta fija fueron de USD 30,100 millones, compensado más que proporcionalmente las ventas en títulos de renta variable.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

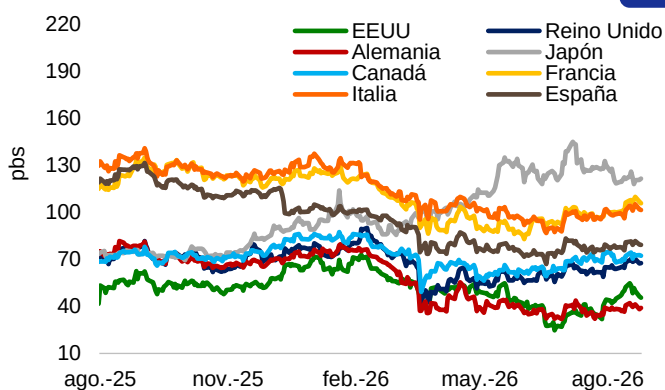
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

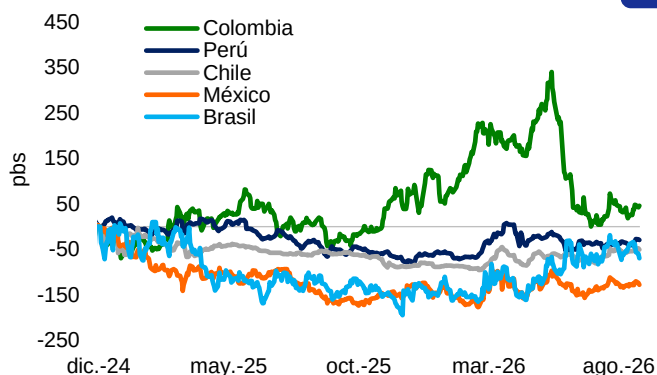
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



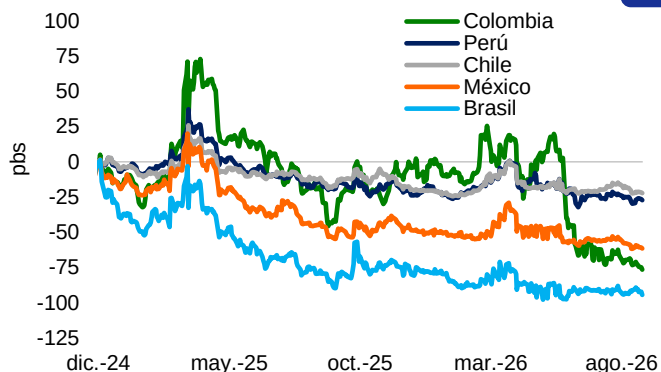
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2024.

Por regiones, Asia (sin China) y LATAM se destacaron como las principales cuencas de atracción de estos flujos, con compras de bonos por USD 16,400 y 5,500 millones, respectivamente. En términos de la demanda por títulos de deuda en estas dos regiones, las entradas netas en Asia (sin China) fueron de USD 17,500 millones y siguen liderando el ranking de 2026, seguido por LATAM donde las compras de títulos de renta fija ascendieron a USD 5,900 millones (Gráfico 7). Europa EM también continúa atrayendo inversión de cartera, aunque en ritmos inferiores al de Asia y LATAM, registrando entradas netas por USD 4,600 millones en títulos de deuda.

En el acumulado del año, y pese a las fuertes tensiones geopolíticas globales, la demanda extranjera por bonos EM (sin China) asciende a USD 262,500 millones, superior a las compras netas de USD 213,400 millones efectuadas durante el mismo periodo de 2025. La región que más está concentrando estos flujos de entrada hacia bonos en EM es Asia sin China (36.5%), seguida de África y Medio Oriente (27.6%), LATAM (19.1%) y Europa EM (17.2%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

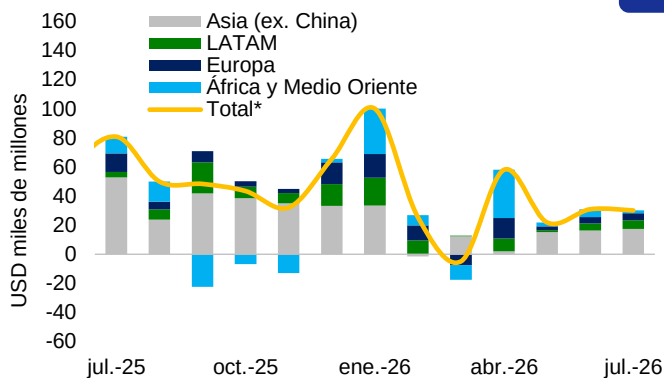


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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

La curva de rendimientos de los TES frenó el *rally* de meses previos en agosto y su nivel mostró leves cambios frente a los registros de julio, en medio de un marcado patrón de empinamiento que es consistente con un ajuste bajista en las expectativas de tasas BanRep y presiones alcistas en los TES de más largo plazo que se originan por fuerzas externas y locales. Aunque el ritmo de colocaciones se desaceleró significativamente en el mercado primario, las presiones estructurales del financiamiento de la Nación, asociadas al comportamiento del déficit fiscal, continúan siendo muy elevadas y también estarían explicando parte de este comportamiento de la curva.

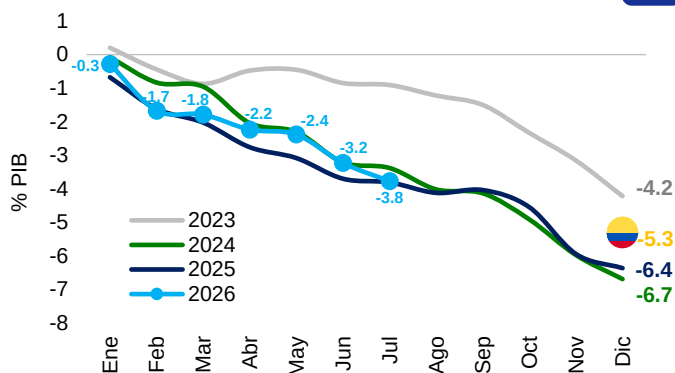
Según nuestros cálculos, el déficit fiscal total del Gobierno Nacional Central (GNC) acumulado hasta julio se habría ubicado cerca de 3.8% del PIB, en línea con el acumulado del mismo periodo de 2025 (Gráfico 8). Dado el fuerte ritmo del gasto primario durante el primer semestre de 2026, compensado apenas parcialmente por la mayor recaudación de los decretos de emergencia económica y ola invernal, de principios de año, así como los mayores recursos fiscales (especialmente de inversión) que se requieren para atender las zonas afectadas por el reciente terremoto (ver “Fuerza tricolor en medio del dolor” en [CE – Agosto 20 de 2026](#)), la meta de un déficit de 5.3% del PIB, fijada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2026 (MFMP26), luce muy difícil de cumplir. Con un gasto contra-cíclico que se estima entre COP 30 – 40 billones (1.6% - 2.1% del PIB), es altamente probable que este año el déficit fiscal del GNC esté más cerca del 7%.

La Dirección General de Crédito Público (DGCP) agotó en agosto el cupo de emisiones de TES programado para este año por subastas, luego de haber ejecutado colocaciones masivas entre mayo y junio a través de las mega-subastas, mientras que las emisiones convenidas con entidades públicas fueron otra vez nulas. La DGCP tampoco realizó en el último mes Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) interna ni externa, en medio de una holgada posición de caja y menores urgencias de fondeo.

En este sentido, la posición de caja en COP del Gobierno se situó en COP 27 billones en julio y la información disponible de agosto sugiere relativa estabilidad. En

Balance fiscal total acumulado del GNC

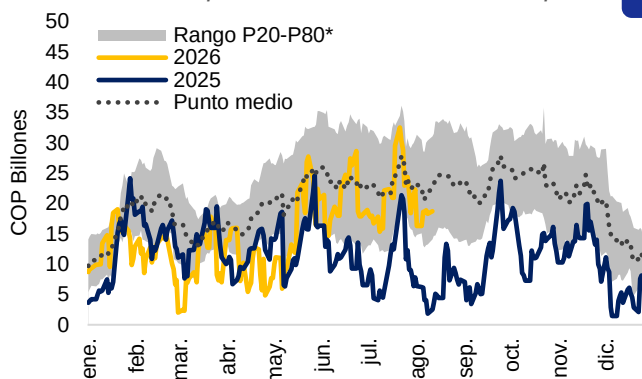
8



Fuente: MHCP y CARF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
Datos de mayo, junio y julio de 2026 son estimaciones propias.

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.

efecto, y favorecida por un buen comportamiento del recaudo este año, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 18.7 billones al corte de la semana que finalizó el 14 de agosto, muy por encima de los COP 7.4 billones de agosto del año anterior, aunque todavía inferior a sus niveles promedio de COP 23 billones para esta época del año, según sus puntos de referencia históricos en los últimos 10 años (Gráfico 9).

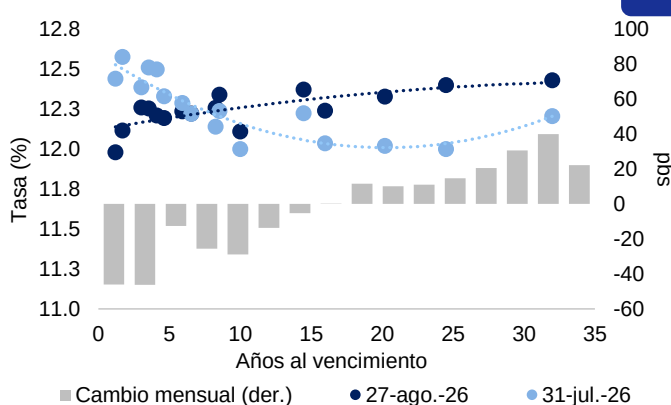
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó a la baja 8 pbs en promedio frente al cierre de julio (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en los TES del tramo corto-medio de la curva, los más sensibles al ciclo de política monetaria y que más habían sido castigados desde mediados de 2025 con una fuerte oferta de papel en el mercado. La prima a término en la curva de TES COP se tornó positiva por primera vez desde febrero de 2026 (Gráfico 11) y la pendiente de la curva entre los nodos de 10 años y 1 año se ubica en 25 pbs.

En el tramo corto de la curva se registraron reducciones de 57 pbs en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TES2027 con una reducción de 58 pbs hasta 11.86%, mínimo no visto desde enero pasado. Este movimiento estuvo en línea con las reducciones de otras tasas de interés de corto plazo en el mercado (Gráfico 12), las cuales se han ajustado a la baja de forma importante tras la reciente sorpresa de BanRep de dejar estable su tasa de interés de referencia en julio (ver “Más allá del tipo de cambio” en [CE – Agosto 3 de 2026](#)).

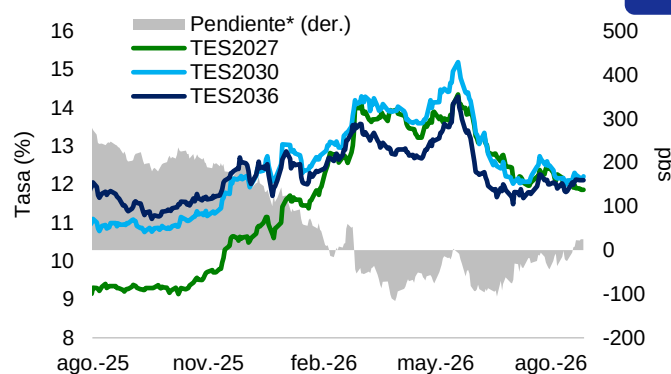
En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron caídas promedio de 28 pbs en las tasas de interés, donde sobresale los TES2030 con una reducción de 35 pbs hasta niveles de 12.16%. En los TES COP de mayor duración (vencimientos superiores a 10 años) se observaron, en contraste, incrementos promedio de 10 pbs, influenciados por el aumento de la prima de riesgo-país en el último mes y las desvalorizaciones generalizadas de la renta fija internacional. Allí sobresale el aumento de 25 pbs en los rendimientos de los TES2050 hasta 12.25%.

Por su parte, y a pesar de que los riesgos inflacionarios locales no han desaparecido, la curva de rendimientos de los TES UVR tuvo un desplazamiento a la baja de 13 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los

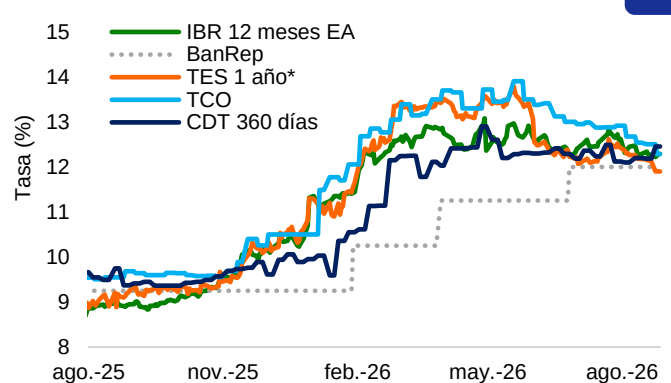
Evolución reciente de la curva TES COP



Tasas TES COP y prima a término en la curva



Evolución de las tasas de interés de corto plazo



rendimientos del tramo corto mostraron reducciones promedio de 17 pbs, donde se destaca la fuerte valorización de los TESUVR2027 con reducciones en sus rendimientos hasta 5.7%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones más moderadas de 13 y 11 pbs, respectivamente.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó en agosto hasta 6.1%, los niveles más bajos en lo corrido de 2026 (Gráfico 14). De forma similar, la medida de inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también descendió en el último mes hasta niveles de 5.94%, mínimos no registrados desde noviembre del año anterior. Pese a lo anterior, ambas medidas de valoración relativa muestran unas expectativas de inflación en el mercado de TES todavía por encima de la meta de 3% de BanRep.

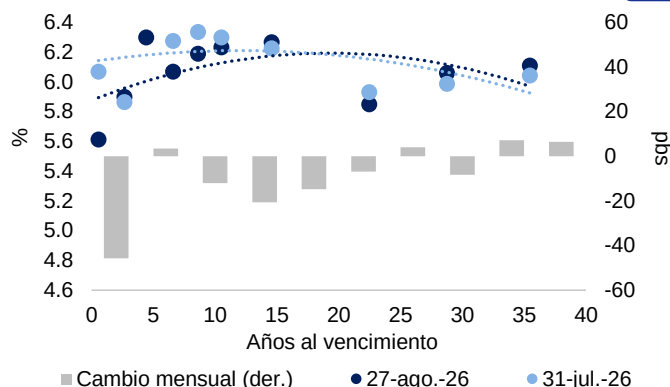
El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.6 billones en agosto, inferior a los volúmenes registrados en julio y a los COP 3.8 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2030, TES2029 y TES2035. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2031, TESUVR2062 y TESUVR2027, en su respectivo orden.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos para 2026, en agosto se alcanzaron colocaciones por COP 60.1 billones, lo que frente a la meta de COP 61 billones anunciada en el MFMP26 representa un cumplimiento de 98.8%, muy por encima del 60.5% del mismo periodo de 2025 y del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16). Como hemos señalado, este agotamiento prematuro de la meta se explica por las mega-subastas de 2T26 y el fuerte apetito por TES que mostraron los inversionistas, activando las nuevas cláusulas de sobre-adjudicación del 100%.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 40.1 billones, repartidas en COP 28.9 billones de TES COP y COP 11.1 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron hasta COP 20 billones. En este entorno, las tasas de corte de las subastas de TES COP y TES UVR continuaron descendiendo hasta mínimos no vistos desde finales de 2025, con promedios mensuales de

Evolución reciente de la curva TES UVR

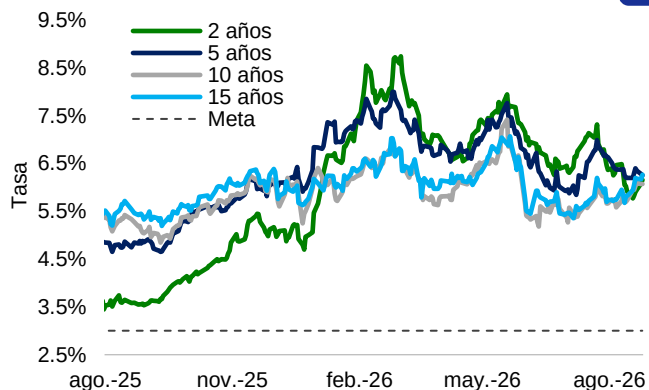
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

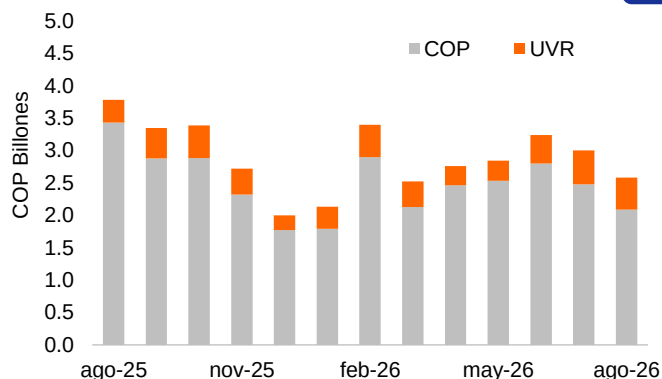
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

11.84% y 5.97%, respectivamente. El *bid-to-cover* en las subastas de TES COP aumentó hasta un ratio promedio de 5.1 veces, mientras que para las de TES UVR el ratio promedio fue de 4.4 veces y también superó el registro de julio (Gráfico 17).

En las subastas de TCO, el monto colocado al corte de agosto ascendió hasta COP 28.8 billones y, como se había anticipado, superó el cupo definido para este año de COP 21.7 billones. A pesar de lo anterior, las tasas de corte de los TCO en el mercado primario se redujeron en agosto hasta un promedio de 12.5%, con un *bid-to-cover* promedio que aumentó hasta 3.2 veces, el más elevado desde junio de 2025. Por su parte, las colocaciones convenidas con entidades públicas volvieron a ser prácticamente nulas en agosto, algo que también ha contribuido a liberar presiones al alza sobre las tasas de interés de los TES.

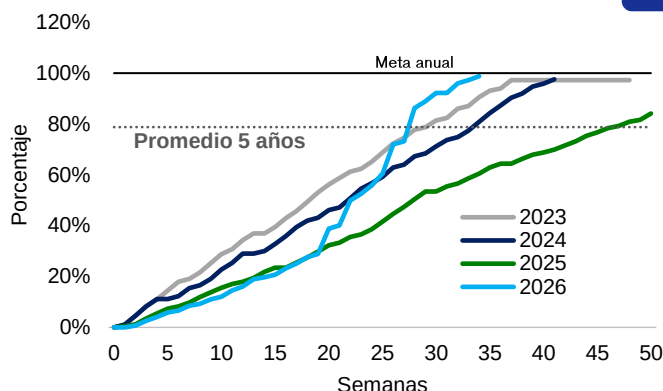
De esta forma, las colocaciones internas totales ascienden en 2026 a un acumulado de COP 81.2 billones, es decir, un 95.3% de la meta de COP 85.3 billones definida en el MFMP26 (Gráfico 18). Esto deja un remanente de COP 4 billones que, en teoría, tendría que colocarse por convenidas con entidades públicas, dado que estos desembolsos no han alcanzado el cupo total programado para la actual vigencia. No obstante, ante el fuerte apetito de los inversionistas en subastas y un potencial prefinanciamiento de 2027 (aprovechando las actuales condiciones de mercado), es probable que estos recursos terminen colocados mediante este mecanismo.

Los datos consolidados a junio del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,167 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 60.5%, inferior al 61.1% del mismo mes de 2025. El saldo de la deuda interna bruta se ubica en 46.6% del PIB, superior al 41.9% del mismo mes del año anterior y continuó anotando máximos históricos. La principal fuente de financiamiento interno del GNC este año siguen siendo los TES de largo plazo, en contraste con la dinámica del financiamiento de corto plazo que se ha reducido (Gráfico 19).

Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se redujo hasta 13.9% del PIB, significativamente inferior al 19.2% de junio de 2025 y su nivel más bajo en 10 años. Lo anterior sigue explicado por la fuerte apreciación del COP

Cumplimiento de colocaciones por subastas

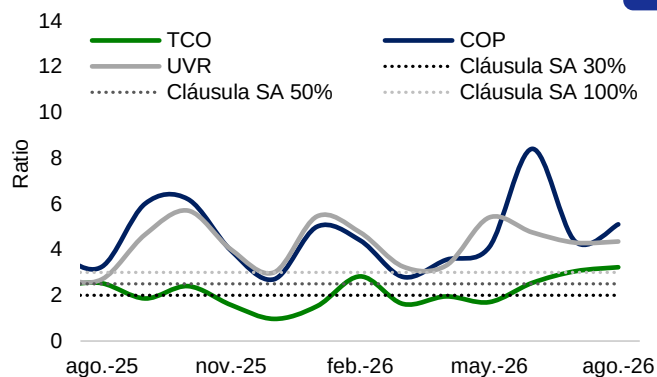
16



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.

en 2026, aunque también por las recompras de bonos externos de principios de año y a la cancelación del *Total Return Swap* (TRS) con la banca privada externa.

De esta forma, la participación de la deuda pública externa sobre la deuda total se ha reducido hasta mínimos históricos de 22.9%, en contraste con el peso de la deuda interna que aumentó hasta 77.1%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de julio y agosto, habría alcanzado niveles de 60.6% y 60.2%, respectivamente. Descontando activos financieros líquidos constitutivos para operaciones de Tesorería y la posición de caja en COP, la deuda neta se habría ubicado en 56.6% y 56.1% del PIB para los mismos meses, en ese orden, situándose por debajo de la meta de 58.9% del MFMP26.

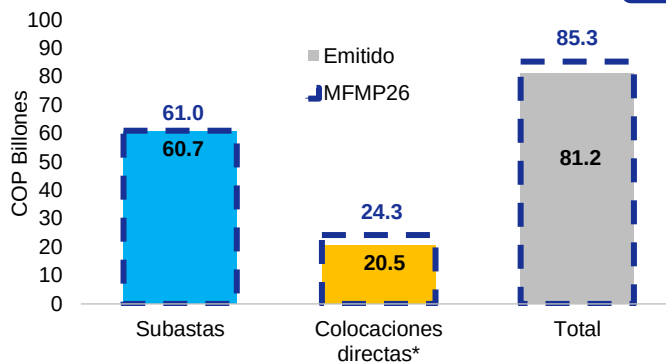
Las cifras de tenedores de TES de julio, publicadas por el MHCP, mostraron un incremento de COP 16.7 billones en julio. Excluyendo a *policy makers* (BanRep y MHCP), las tenencias de los inversionistas aumentaron COP 6.4 billones, por debajo de los 17.3 billones de junio y el registro más bajo desde el pasado mes de marzo. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, continuaron realizando compras masivas y en julio aumentaron posiciones por COP 6.3 billones (Gráfico 20), llevando así su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta 30.6%. Los bancos comerciales compraron COP 1.7 billones y su participación sobre el saldo total de TES se situó en 15.5%. Asimismo, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.6 billones, con lo cual su participación se mantuvo en 12.1%.

Por su parte, el MHCP realizó compras por COP 6.4 billones y aumentó el saldo de su portafolio de TES hasta COP 8.3 billones, máximos no vistos desde noviembre de 2025. Lo anterior se explicaría por una decisión acertada de la DGCP de comprar TES con vencimientos próximos para reducir el riesgo de refinanciamiento, especialmente el de 2027. Por su parte, BanRep entregó recursos permanentes a la economía a través de compras definitivas de TES por COP 3.8 billones, compensando por esta vía las presiones sobre la liquidez que implica una posición de caja en COP alta del Gobierno.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron ventas por COP 1.7 billones en julio, revirtiendo el fuerte

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

18

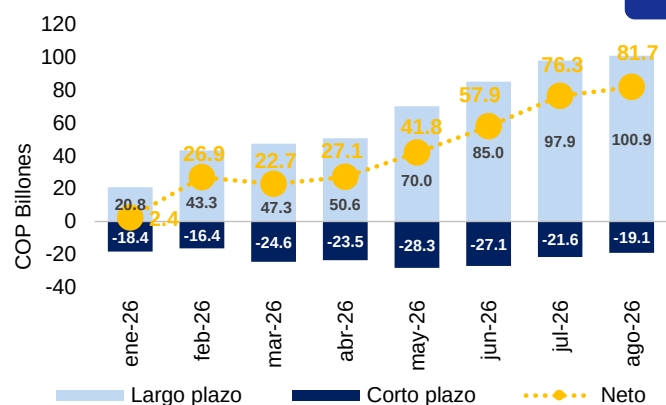


Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Suma colocaciones directas con entidades públicas e inversionistas privados.

Financiamiento interno acumulado durante 2026

18



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

apetito por TES mostrado en junio. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES se redujo hasta 19.1%, pero continúa en el segundo lugar del ranking de mayores tenedores de TES.

En lo corrido de año, los FCE acumulan ventas por COP 11.3 billones, en su totalidad explicadas por el efecto contable del cierre del TRS y las compras de TES por parte de PIMCO. Aislado este efecto, según nuestros cálculos, los FCE seguirían siendo vendedores netos en el acumulado de 2026, pero por apenas COP 614,000 millones.

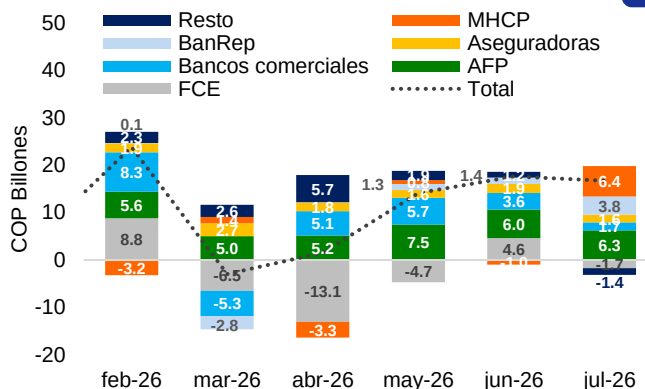
De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en agosto los FCE habría seguido con una posición vendedora neta netas por COP 1.3 billones, lo que es consistente con una toma de utilidades tras el fuerte rally de meses previos en el mercado. Este comportamiento también está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, las cuales dan cuenta de salidas preliminares por USD 153 millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez del sistema se mantuvieron elevadas en agosto, en gran medida afectadas por los elevados volúmenes de caja de la Nación que le restan liquidez al mercado. De esta forma, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 24.4 billones, inferior a los COP 29.7 billones de julio, pero muy por encima de la demanda del mismo mes del año pasado de COP 16.3 billones. El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en promedio en COP 16.7 billones, pero con una utilización que cayó hasta 26% desde los niveles de 52% del mes anterior. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 21% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó hasta COP 9.7 billones.

Para septiembre se estima una entrada muy baja de recursos al sistema por apenas COP 4.5 billones (Gráfico 21), solo superando el mes de diciembre que típicamente es el más bajo. Estos recursos se derivan de: 1) COP 2.6 billones del pago de cupones de los TES2030; y 2) COP 1.9 billones del vencimiento de TCO ese mes.

Cambio mensual en tenencias de TES

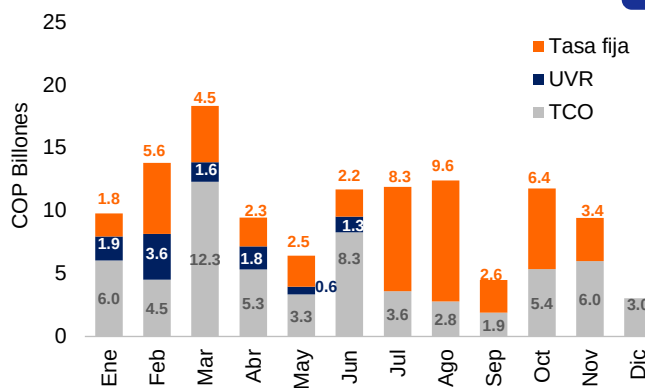
20



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición de riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró levemente en el último mes y continúa siendo una de las mejores alternativas de alto rendimiento.

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 6.05% hasta 6.47% y permanece por encima de la tasa promedio muestral de 3.13%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 69 pbs a 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 ya se encuentra cerca 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 no se ubica en la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 7.01%, y se mantienen por encima de la media muestral de 3.6%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 0.5 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 1.4 p.p.

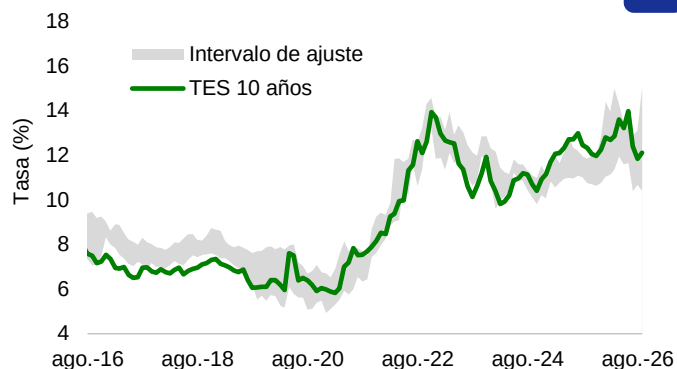
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2031 y TES2035, con un espacio de valorización de hasta 9 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 TESUVR2041, con un espacio de valorización de 11 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. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033 y TESUSD2034

Niveles justos de los TES de largo plazo

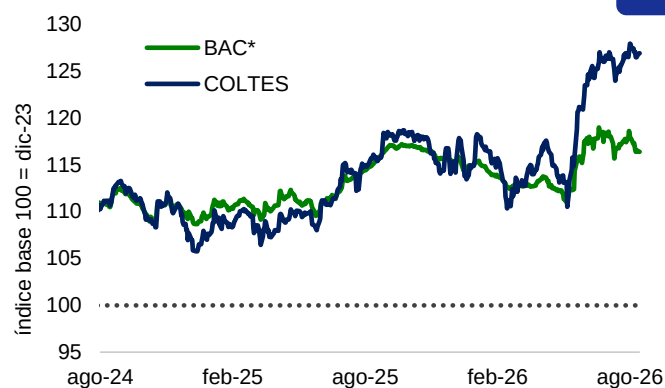
22



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

Desempeño del índice de renta fija - BAC

23



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Los ponderadores se balancean mensualmente al cierre de cada informe.

como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 34 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 12.3% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 12.1%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 15 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 -0.7% en agosto. Este retorno presentó un peor desempeño frente al 1% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 2.8% en julio hasta 1.5% en agosto (Gráfico 23).

La optimización de la curva TES COP sugiere una mayor exposición a títulos del tramo de corto. Allí se destacan los TES2028 (35%) y TES2029 (29.8%). En el tramo largo de la curva, nuestro ejercicio de optimización de cartera también sugiere una mayor ponderación a TES2058 (19%).

Expectativas de corto plazo

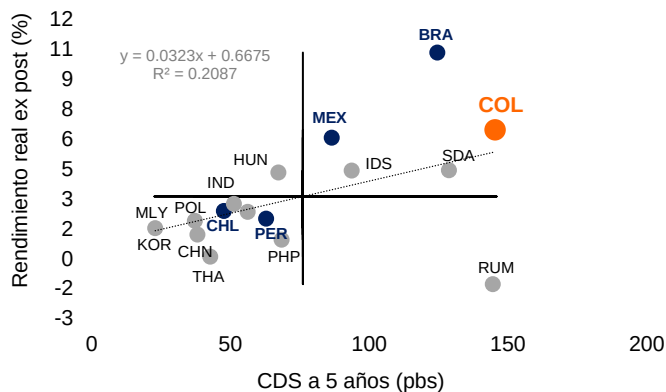
Las recientes medidas adoptadas por el Tesoro de EEUU, más allá de no tener efectos significativos sobre las tasas de interés de los bonos del Gobierno, están desnudando las falencias en los fundamentos de la economía americana que seguirán presionando la deuda. Las próximas decisiones de la Fed serán cruciales para disipar dudas sobre una dominancia fiscal en EEUU, situación que como analizamos en este informe, es una realidad en otras economías avanzadas. **Mantenemos nuestro pronóstico de cierre de año en 5% para los rendimientos del Tesoro a 10**, algo que seguirá ejerciendo presión a los mercados globales de renta fija.

En el plano local, seguimos considerando que la DGCP aumentará el cupo de emisiones de TES por subastas en COP 5 – 10 billones frente a la meta de COP 61 billones del plan financiero de 2026. Esto ya viene ocurriendo en agosto, aunque a un ritmo lento para evitar saturar al mercado y mantener unas condiciones de oferta-demanda adecuadas. También esperamos más “canjes no explícitos” de TCO o TES de baja duración, especialmente TESUVR2027, para reducir el riesgo de refinanciamiento del próximo año.

Bajo este contexto, el reciente empinamiento de la curva podría acentuarse en los próximos meses en la medida que: 1) la estabilidad en tasas de BanRep se prolongue por más tiempo y no se ejecuten más incrementos; y 2) las mayores necesidades de financiamiento de la Nación, así como un deterioro el contexto externo, presionen al alza las tasas de los TES de más largo plazo. De esta forma, **estimamos niveles objetivo de 12.5% en los TES COP de mayor duración para lo que resta de 2026**. El gran apetito de inversionistas extranjeros hacia activos de LATAM, incluidos los TES, podría limitar desvalorizaciones adicionales.

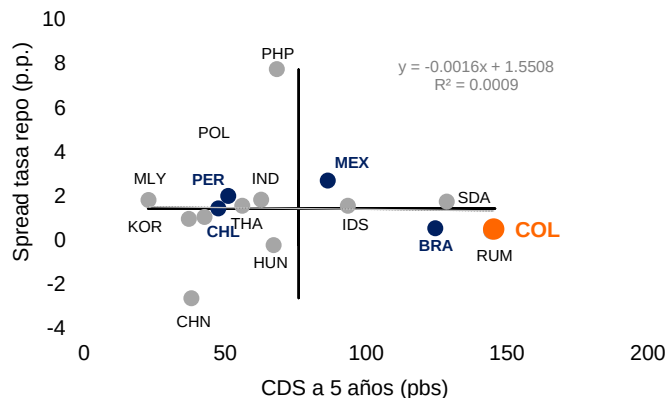
En nuestro escenario base, la inflación se acelerará hacia 7% antes de finalizar el año, por encima de lo que espera la mayoría del mercado. Con unos rendimientos de los TESUVR2027 alrededor de 5.6% y una rentabilidad nominal efectiva anual muy cerca al 13%, **creemos que la prima en este papel, con un vencimiento no lejano y sujeto a probables canjes, está sobredimensionada**. Esta opción resulta atractiva en el corto plazo para cubrirse contra inflación.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



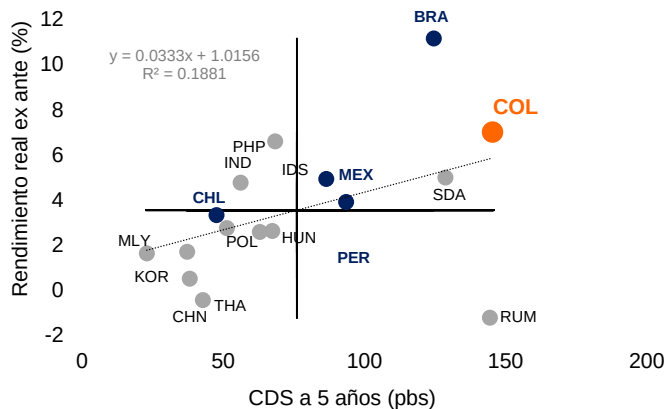
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



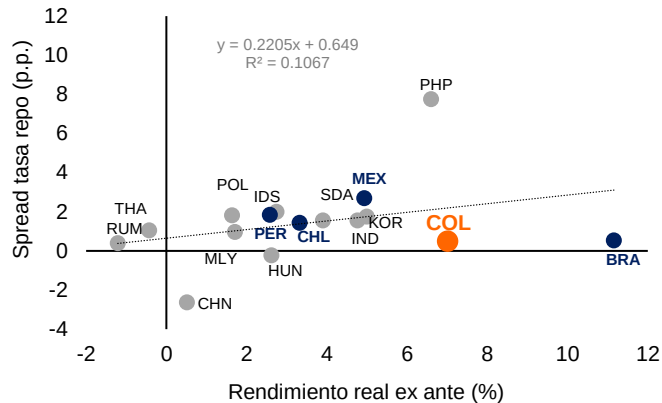
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



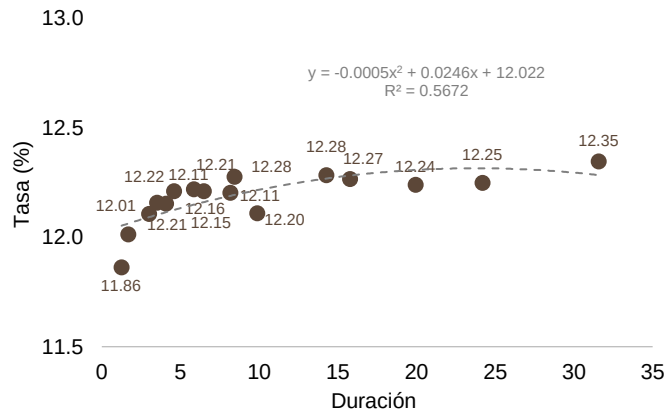
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



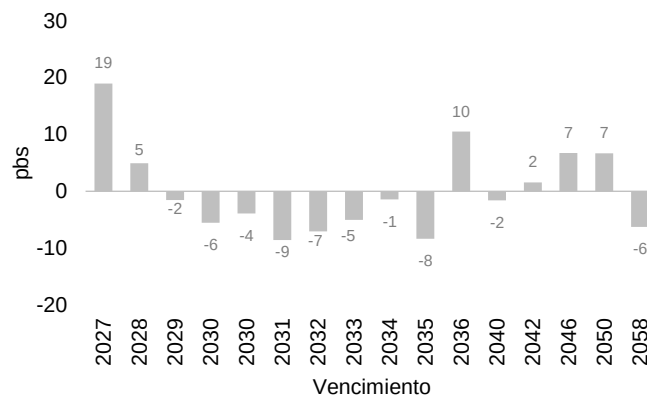
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



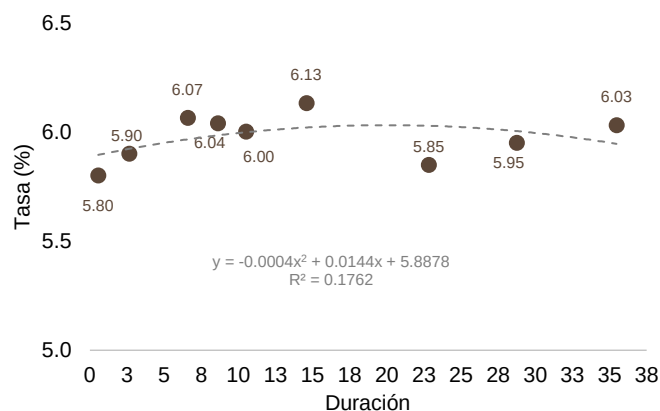
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



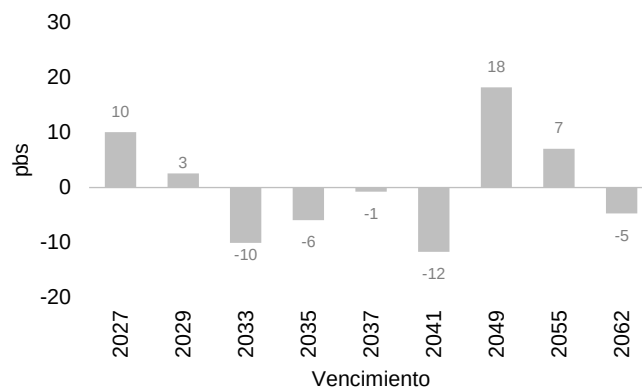
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



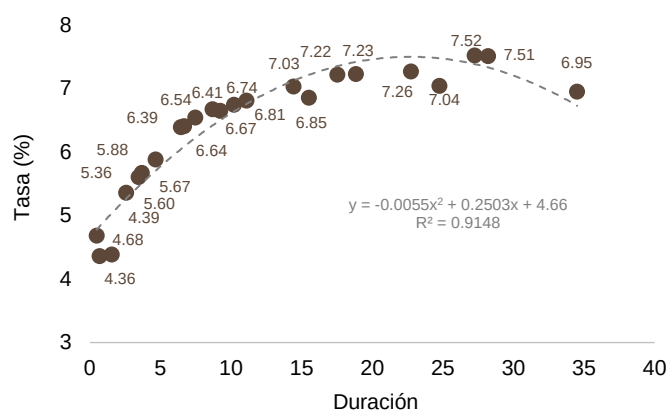
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



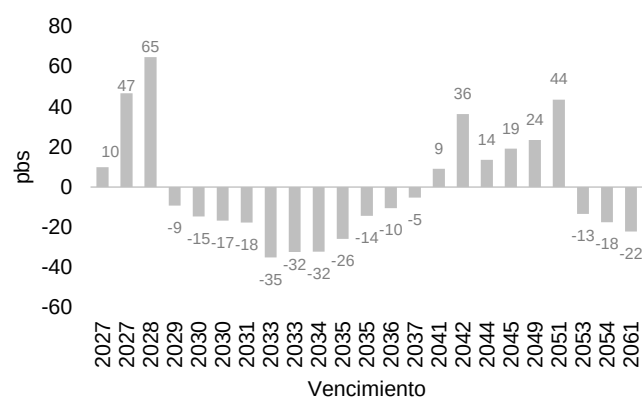
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.0	6.44	97	-330	-243	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.1	11.86	-45	44	261	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.4	12.01	-71	-49	220	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.4	12.11	-57	-82	139	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.6	12.16	-57			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.0	12.15	-51	-90	120	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.5	12.20	-35	-5	72	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.5	12.21	-33	-80	86	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.3	12.22	-12	-70	58	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.0	12.21	-16	-69	42	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.1	12.20	-18	-70	60	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.8	12.28	-10	-82	39	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.3	12.11	-14	-54	66	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.0	12.28	-2	-72	-2	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.0	12.27	-2	-53	40	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.3	12.24	7	-83	8	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	12.25	13	-59	41	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.5	12.35	-1	-70	9	

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	0.5	5.70	30	-25	0	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.4	5.90	10	-30	-22	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.6	6.36	-26	-19	-34	
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.6	6.07	-21	-38	-28	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.7	6.04	-26	-41	-23	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.0	6.00	-21	-62	-45	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.6	6.19	-5	-30	-26	
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.5	5.85	-23	-48	-51	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.7	6.01	-8	-53	-36	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.8	6.08	-6	-62	-32	

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	0.5	4.62	-162	-19		
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.6	4.32	-28	-16	-51	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.4	4.62	-2	-95		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.1	5.31	-11			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.3	5.31	-20	18	-27	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.1	5.54	-28	-18	-40	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.1	5.61	-23	-22	-38	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.6	6.32	-4			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.1	5.82	-16	-25	-47	
COLGLB32	abr-32	3.25	4.9	6.07	-5	-20	-50	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.6	6.37	-2	0	-75	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.0	6.34	-5	-30	-50	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.4	6.48	-6	-30	-53	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.1	6.60	-6	-37	-70	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.2	6.57	-13	-46	-74	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.7	6.68	-3	-46	-77	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.0	6.75	-1	-38	-57	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.8	6.97	-7	-41	-68	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.1	6.76	-11	-67	-74	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.0	7.14	-9	-40	-72	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.8	7.15	-5	-55	-69	
COLGLB49	may-49	5.20	11.6	7.19	-4	-42	-70	
COLGLB51	may-51	4.13	12.8	6.97	-7	-52	-49	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.6	7.46	6	-38	-82	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.8	7.44	4	-40	-85	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.0	6.90	10	-29	-29	

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		8.30	0	510	527	
COLGLA28	sep-28	3.75	1.9	4.12	-7	10		
COLGLA30	nov-30	4.50	3.6	5.54	-28	-18	-40	
COLGLA32	sep-32	5.00	4.9	5.36	7	-37		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.2	5.77	10	-42		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.0	5.97	10	-50		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.0	6.21	13	-67		

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.