



Afectaciones locales y externas

Septiembre 28 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 de los bonos soberanos alcanzaron máximos de casi dos décadas en septiembre, afectadas por una multiplicidad de factores que han exacerbado el *sell-off* de la renta fija internacional. El repunte de los precios del petróleo, superando una vez más la barrera de los 100 dpb y empujando al alza los precios de los combustibles en varias economías avanzadas, también ha alimentado el temor de una nueva ola inflacionaria de oferta. En EEUU, la Fed marcó distancia frente a la política fiscal y, en una señal contundente de su independencia monetaria, subió la tasa de interés de referencia por primera vez desde 2023. Los mercados anticipan más incrementos de tasas en el corto plazo.

El mercado de TES presentó una fuerte volatilidad en septiembre y sus tasas de interés aumentaron hasta máximos desde mitad de año. Buena parte de este comportamiento, además del adverso contexto externo para la renta fija, obedece al sinceramiento de las cuentas fiscales del nuevo Gobierno. Como lo habíamos advertido, las cuentas presentadas por el Gobierno anterior no eran consistentes con la realidad de la economía colombiana y resultaba casi imposible justificar un déficit fiscal por debajo del 7% del PIB para el actual bienio.

Las colocaciones de TES por subasta se desaceleraron en septiembre mientras el Gobierno oficializaba el decreto del aumento del cupo de colocaciones internas para este año por COP 25 billones. Frente a la meta de desembolsos internos totales de 2026, ahora existe un remanente de 24 billones en subastas y COP 1.6 billones por emisiones convenidas. La Nación también ajustó los parámetros de las subastas hasta diciembre de este año, entre los cuáles se destaca la priorización de canjes explícitos de TES con vencimientos en 2027.

La posición de liquidez en COP del Gobierno mejoró en el último mes, pero permanece por debajo de promedios históricos. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y la demanda de TES en el mercado primario continúa fuerte. Los inversionistas extranjeros siguen tomando utilidades y en septiembre serían vendedores netos por tercer mes consecutivo.

Nuestras estimaciones sugieren una razón de deuda bruta a PIB de 60.5% promedio entre agosto y septiembre. En ese mismo sentido, la deuda neta estaría bordeando niveles de 56.9% del PIB, por debajo de la nueva meta de 59.7% del PIB del Gobierno. 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 alcanzaron máximos de casi dos décadas en septiembre, afectadas por una multiplicidad de factores que han exacerbado el *sell-off* de la renta fija internacional. Más allá de las presiones globales sobre el financiamiento público y los riesgos de una dominancia fiscal (ver “Japón: entre la espada y la pared” en [CE – Agosto 11 de 2026](#), “Japón: entre la espada y la pared – Parte 2” en [CE – Agosto 13 de 2026](#) y “Por querer hacer más, a veces se logra menos” en [CE – Agosto 25 de 2026](#)), el aumento reciente de los precios del petróleo, superando una vez más la barrera de los 100 dólares por barril (dpb) y empujando al alza los precios de los combustibles, también ha alimentado el temor de una nueva ola inflacionaria de oferta.

En EEUU, la Fed marcó distancia frente a la política fiscal y, en una señal contundente de su independencia monetaria, subió la tasa de interés de referencia hasta el rango 3.75% - 4%, siendo el primer incremento de tipos desde 2023. Como lo analizamos en un informe reciente, dada la fortaleza del mercado laboral y los crecientes riesgos alcistas sobre la inflación en el corto plazo, es de esperar que la Fed siga endureciendo su postura y ejecute más incrementos de tasas para lo que resta de 2026 y también en 2027 (ver “La Fed reafirma el tono” en [CE – Septiembre 23 de 2026](#)). El mercado monetario ha reaccionado justamente en esta dirección, y tanto la curva OIS como los contratos de futuros de fondos federales descuentan un fuerte aumento de tipos de interés en los próximos 12 meses de 75 pbs desde sus niveles actuales.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años en EEUU, superaron la barrera psicológica de 5% y alcanzaron máximos no vistos desde 2002 (Gráfico 1). El desequilibrio de oferta en el mercado de deuda pública de EEUU se ha exacerbado recientemente (Gráfico 2), no sólo por una mayor emisión de bonos, sino también por unas menores compras de Tesoros de la Fed que resulta consistente con el tono más restrictivo de la política monetaria en EEUU. Las tasas de interés de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia de los Tesoros durante el último mes, aunque en una magnitud inferior a la de los títulos americanos.

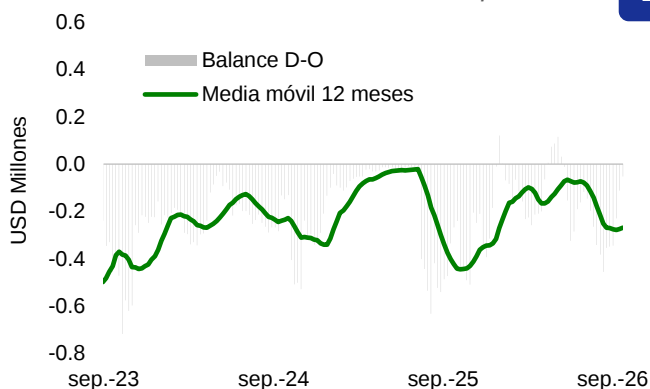
Rendimientos de Tesoros a 10 años en EEUU

1



Balance teórico del mercado de deuda pública

2



Como consecuencia de lo anterior, el *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas aumentó en septiembre hasta niveles máximos no vistos desde agosto de 2025 y superó su promedio histórico (Gráfico 3). La prima de riesgo a término en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados disminuyó en el último mes, en línea con el tono más restrictivo de política de los principales faros monetarios mundiales (Gráfico 4).

En LATAM, los principales bancos centrales mantienen posturas monetarias altamente heterogéneas. En Brasil, el emisor ha seguido recortando sus tipos de interés en medio de una clara desinflación y desaceleración económica, mientras que en Colombia las tasas de referencia de BanRep continúan en terreno muy contractivo para contener el elevado consumo total y una fuerte persistencia de la inflación por encima de las metas de política (ver “Resiliencia en un mundo de incertidumbre” en [IMCE – Septiembre de 2026](#)). Los bancos centrales de Chile, México y Perú, por su parte, son el punto de referencia de la estabilidad regional con las tasas de interés más bajas.

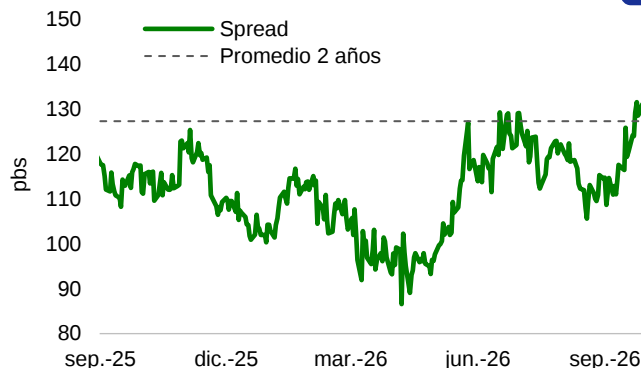
De esta forma, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), en al balance, registraron incrementos en el último mes (Gráfico 5). La única excepción fue el bono de Brasil, el cual descendió como consecuencia del ciclo nominal-real explicado previamente.

En línea con este movimiento, las primas de riesgo-país en LA5 registraron aumentos en septiembre, en un contexto de mayor exigencia de prima de los inversionistas por bonos EM dado el retador panorama de la renta fija (Gráfico 6). En particular, los CDS a 5 años de Colombia subieron hasta 166 pbs, aunque continúan por debajo del promedio año corrido de 2026 que se ubica en 185 pbs.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) excluyendo a China, según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), registraron entradas netas en agosto por USD 14,600 millones. Estas compras siguen concentradas en títulos de deuda, con ingresos netos por USD 11,000 millones y completando así 5 meses consecutivos de inlfujos (Gráfico 7).

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

3

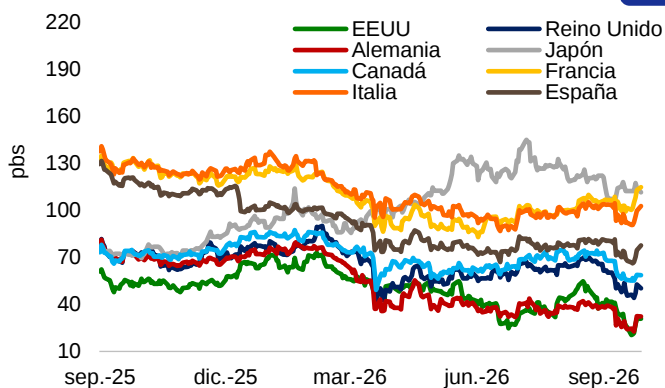


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

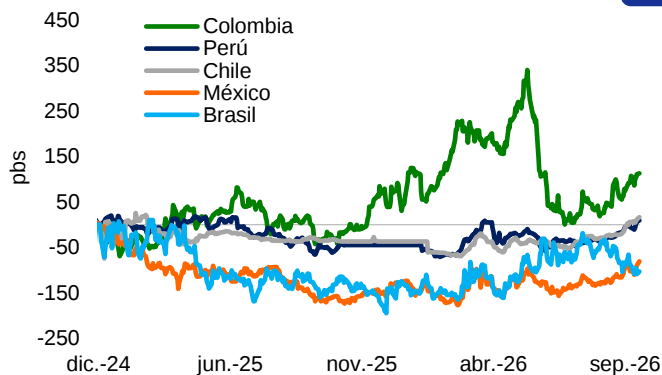
4



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.

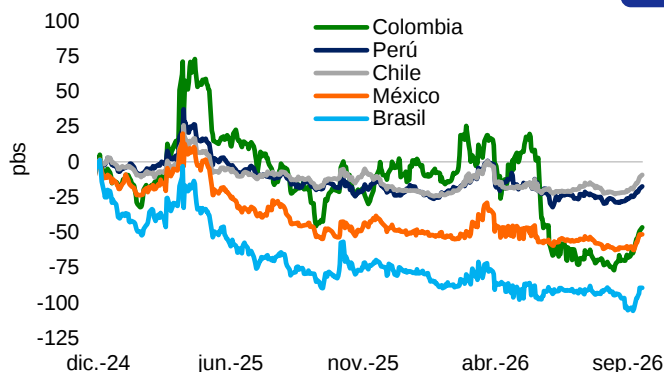
Por regiones, la demanda más fuerte por bonos EM fue, una vez más, la de títulos de Asia (sin China) con compras de USD 4,500 millones, seguida por LATAM cuyo apetito en agosto marcó un ingreso neto de USD 2,400 millones. A estas le siguieron las compras netas de bonos de África y Medio Oriente (AMO), y Europa EM, con influjos netos de USD 2,300 millones y USD 2,000 millones, respectivamente.

En el acumulado del año, pese a las fuertes tensiones geopolíticas globales que han presionado al alza la inflación y el endurecimiento monetario global, la demanda extranjera por bonos EM (sin China) asciende a USD 320,600 millones, superior a las compras netas de USD 263,300 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 (41%), seguida de AMO (25.8%), Europa EM (17.4%) y LATAM (15.8%).

Esta relocalización de flujos de capital hacia bonos de mercados de Asia se explica por: 1) el elevado riesgo fiscal y de refinanciamiento de regiones como LATAM, pese a sus atractivos por tasas de interés reales y ventajas absolutas en recursos estratégicos; 2) la fragmentación comercial y relocalización de cadenas de los últimos años; 3) el auge de la infraestructura en IA que avanza más rápidamente en Asia que en otras regiones EM; y 4) el aumento persistente del riesgo geopolítico.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

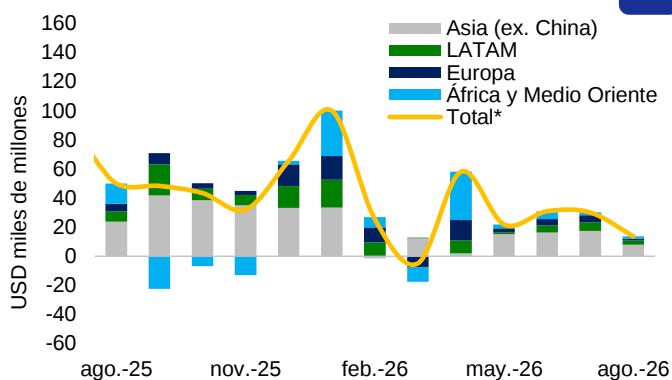
6



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

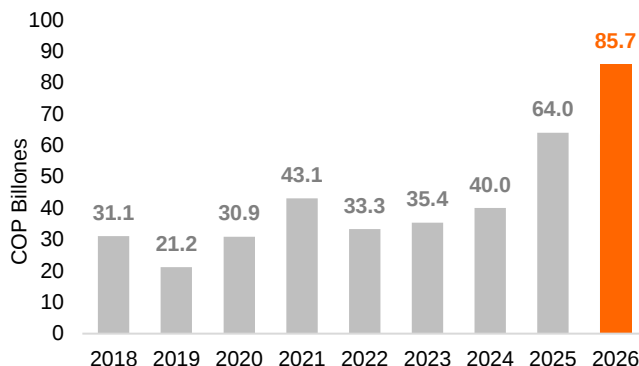
El mercado de TES presentó una volatilidad significativa en septiembre y sus tasas de interés aumentaron hasta máximos desde mitad de año, no sólo afectadas por el adverso contexto internacional para la renta fija, sino también por el sinceramiento de las cuentas fiscales del nuevo Gobierno en la publicación del proyecto de ley de Presupuesto General de la Nación de 2027 (PGN27). Como lo habíamos advertido, las cuentas presentadas a por el Gobierno anterior no eran consistentes con la realidad de la economía colombiana y resultaba casi imposible justificar niveles de déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) por debajo del 7% del PIB a partir de este año (ver “Regresa el empinamiento” en [IMDP – Agosto de 2026](#)).

El PGN27 fue aprobado recientemente por el Congreso en COP 635 billones, lo que representa un fuerte incremento del orden de 2 p.p. del PIB para la siguiente vigencia, explicado principalmente por un mayor servicio de deuda. El Gobierno ha resaltado la necesidad de realizar un fuerte recorte de gasto por COP 70 billones de pesos entre 2026 y 2027, para lo cual presentará una Ley de rescate económico (Ley de Ajuste Fiscal – LAF) que coincidirá con el debate del PGN27 en las plenarias del Senado y Cámara. Sin la LAF, el déficit fiscal del GNC ascendería hasta 8.2% del PIB este año y 9.4% del PIB en 2027, por encima de los objetivos de 7.2% del PIB que busca el Gobierno mantener para el actual bienio con su aprobación en el legislativo.

Para financiar parte este mayor déficit, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) amplió su cupo de emisión de TES por subastas en COP 25 billones hasta COP 85.7 billones, lo que representa el desembolso más alto de la historia por este concepto (Gráfico 8). La DGCP también ajustó los parámetros de las subastas hasta diciembre de este año, entre los cuáles se destacan: 1) aumentos en los montos de emisiones semanales, con cláusulas de adjudicación extraordinarias de hasta máximo 50% (se elimina la cláusula del 100%); 2) Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) para canjear TES de Corto Plazo (TCO), TES COP y TES UVR con vencimientos en 2027 y reducir amortizaciones; y 3) utilización de títulos *on the run* y *off the run* como entregables dentro de los canjes, dependiendo del apetito del mercado.

Colocaciones de TES largo plazo por subastas

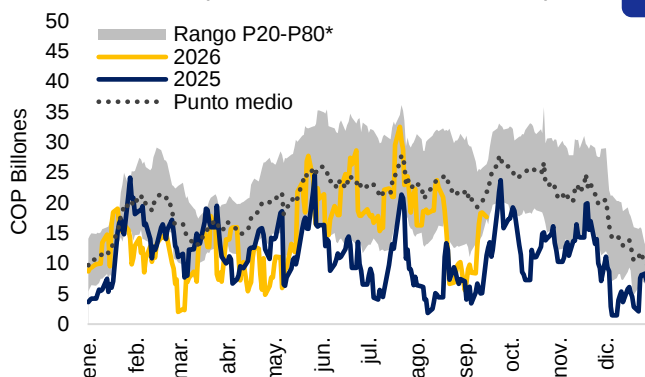
8



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.

Consecuencia de todo lo anterior, la posición de caja en COP del Gobierno se deterioró en agosto hasta COP 15.1 billones, la más baja desde abril pasado, aunque la información de septiembre evidencia algunas leves mejoras. En efecto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 17.7 billones al corte de la semana que finalizó el 18 de septiembre, niveles similares a los de septiembre del año anterior, aunque por debajo del promedio de COP 21.8 billones para esta época del año según sus puntos de referencia históricos (Gráfico 9).

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó al alza en 14 pbs frente al cierre de agosto (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en los TES del tramo largo de la curva, los más sensibles al contexto internacional de la renta fija y al deterioro sobre la prima de riesgo. La prima a término en la curva de TES COP continuó positiva y la pendiente entre los nodos de 10 años y 1 año aumentó hasta 91 pbs, máximos desde principios de año (Gráfico 11).

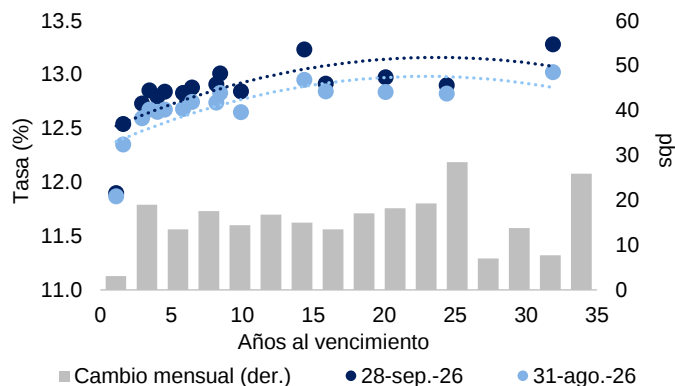
En el tramo corto de la curva se registraron leves aumentos de 11 pbs, en promedio. Allí sobresalen los rendimientos de los TES2028 con un incremento de 19 pbs hasta 12.54%. Este comportamiento fue coherente con el repunte de las tasas IBR a 12 meses, que se ubicaron en 12.57% y están incorporando unos mayores niveles de tasas de BanRep ante los crecientes riesgos inflacionarios de corto plazo. Otras tasas de interés de corto plazo, como las de los TCO y papeles de deuda privada a 360 días, se mantienen altas (Gráfico 12).

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron incrementos promedio de 16 pbs en las tasas de interés, donde sobresale los TES2031 con un aumento de 17 pbs hasta niveles de 12.84%. En los TES COP de mayor duración (vencimientos superiores a 10 años) se observó un movimiento alcista en promedio de 17 pbs. Allí sobresale los aumentos en 29 pbs en los rendimientos de los TES2040 hasta 13.24%.

Por su parte, la curva de rendimientos de los TES UVR tuvo un desplazamiento al alza de 8 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo corto mostraron fuertes reducciones promedio de 52 pbs, donde se destaca la fuerte valorización de los TESUVR2027 con reducciones en sus rendimientos hasta 4.85%, favorecidos tanto por la persistencia de los

Evolución reciente de la curva TES COP

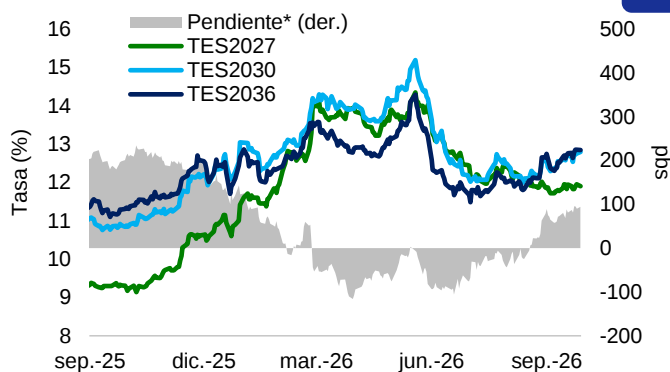
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11

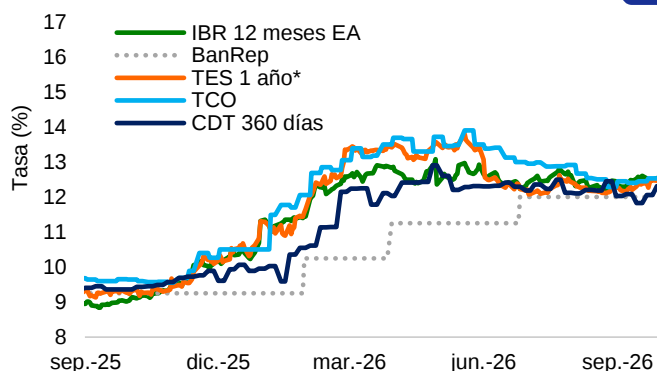


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

riesgos inflacionarios locales como por la expectativa de que esta referencia será objeto de OMD. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron aumentos de 7 y 22 pbs, respectivamente.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó en septiembre hasta 6.57% (Gráfico 14). De forma similar, la medida de inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también se incrementó en el último mes hasta niveles de 7%, máximos no registrados desde mayo de 2026. Ambas medidas de valoración relativa muestran unas expectativas de inflación en el mercado de TES muy por encima de la meta de 3% de BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.8 billones en septiembre, superior a los volúmenes registrados en agosto, aunque inferiores a los COP 3.3 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). 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, TESUVR2031 y TESUVR2041, en su respectivo orden.

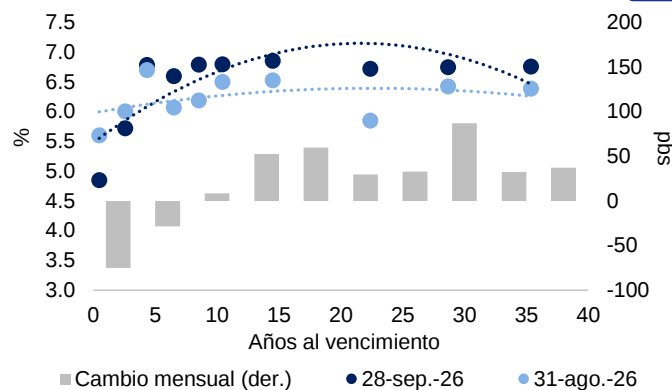
De acuerdo con el nuevo cronograma de subastas de TES internos para 2026, en septiembre se alcanzaron colocaciones por COP 63.4 billones, lo que frente a la meta de COP 85.7 billones anunciada en el PGN27 representa un cumplimiento de 74%, por encima del 67.9% del mismo periodo de 2025, pero inferior al promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 43.5 billones, repartidas en COP 31.5 billones de TES COP y COP 12 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas se mantuvieron en COP 20 billones. En este entorno, las tasas de corte de las subastas de TES COP y TES UVR aumentaron hasta 12.27% y 6.53%, respectivamente, máximos desde mayo del presente año. El *bid-to-cover* en las subastas de TES COP aumentó hasta 4.7 veces, mientras que para el de los TES UVR el ratio fue de 3.1 veces (Gráfico 17).

En las subastas de TCO, el monto colocado al corte de septiembre ascendió hasta COP 36.1 billones y supera el cupo definido para este año. A pesar de lo anterior, las tasas de corte de los TCO en el mercado primario se

Evolución reciente de la curva TES UVR

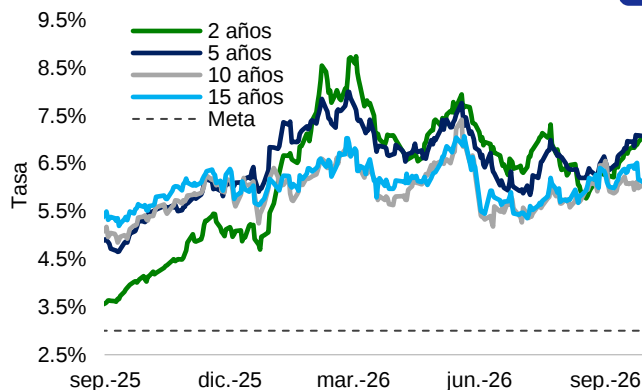
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

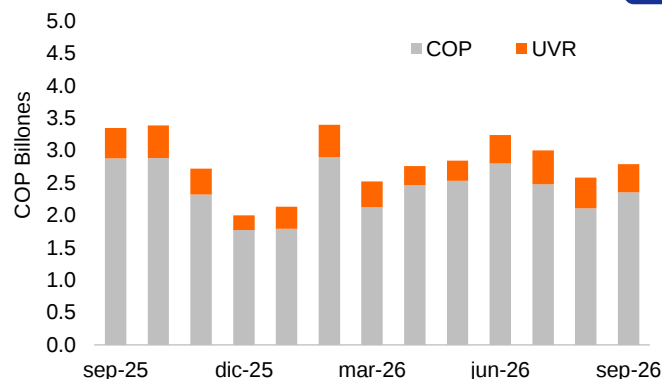
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

redujeron en el mes hasta un promedio de 12.46%, con un *bid-to-cover* promedio que permaneció relativamente estable en 3 veces. Por su parte, las colocaciones convenidas con entidades públicas volvieron a ser prácticamente nulas por cuarto mes consecutivo, 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 83.9 billones, es decir, un 78% de la meta de COP 107.8 billones (excluyendo los bonos verdes) definida en el PGN27 (Gráfico 18). Esto deja un remanente de COP 23.9 billones en subastas y COP 1.6 billones restantes que podrían colocarse a través de convenidas con entidades públicas. No obstante, ante el gran apetito de los inversionistas institucionales por TES de largo plazo, es probable que la totalidad de estos recursos termine siendo colocada mediante subastas.

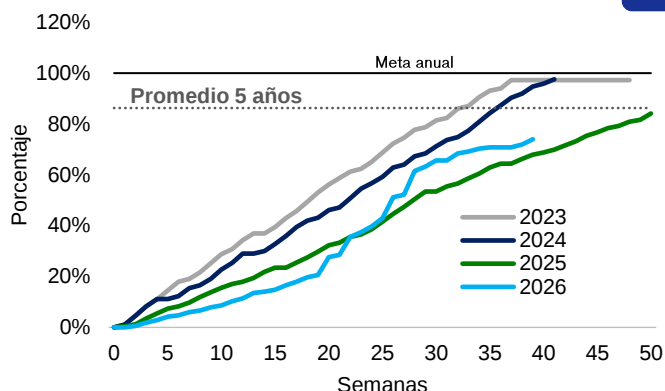
Los datos consolidados a julio del perfil de la deuda bruta total del GNC mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,161 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 60.2%, inferior al 62.7% del mismo mes de 2025. El saldo de la deuda interna bruta se ubica en 47.5% del PIB, superior al 43.1% 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 (Gráfico 19).

Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se redujo hasta 12.6% del PIB, significativamente inferior al 19.6% de julio de 2025 y su nivel más bajo en más de 10 años. Lo anterior sigue explicado en gran medida por la fuerte apreciación del COP 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 21%, en contraste con el peso de la deuda interna que aumentó hasta 79%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de agosto y septiembre, habría alcanzado niveles de 60.2% y 60.8%, respectivamente. Descontando activos financieros líquidos constitutivos

Cumplimiento de colocaciones por subastas

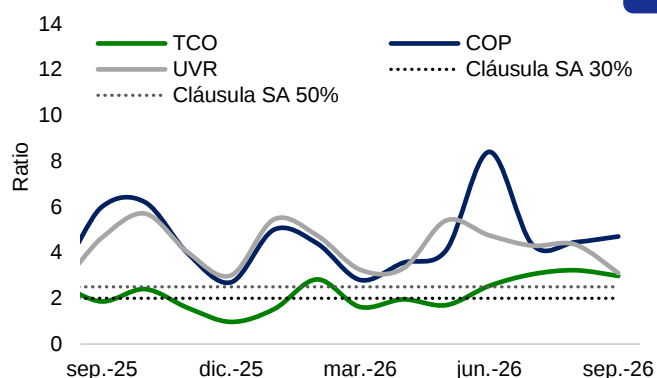
16



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.

para operaciones de Tesorería y la posición de caja en COP, la deuda neta se habría ubicado en 56.6% y 57.3% del PIB para los mismos meses, en ese orden, situándose por debajo de la meta de 59.7% del PGN27.

Las cifras de tenedores de TES de agosto, publicadas por el MHCP, mostraron un incremento de COP 2.7 billones frente al mes previo. Excluyendo a *policy makers* (BanRep y MHCP), las tenencias de los inversionistas aumentaron COP 2.5 billones, por debajo de los 16.7 billones de julio.

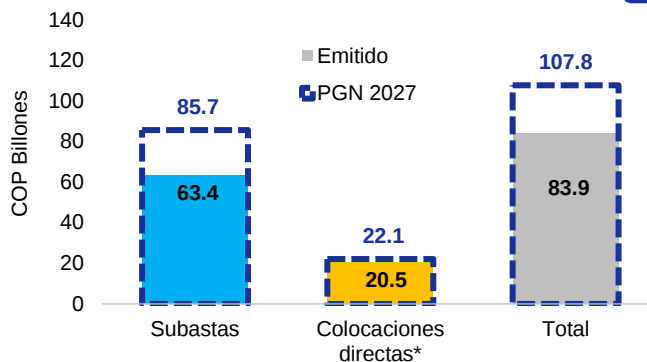
Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, aumentaron fuertemente sus posiciones en agosto en COP 4.9 billones (Gráfico 20), impulsadas por la derogación de decretos que limitaban inversiones externas de las AFP y una menor incertidumbre alrededor de la reforma pensional, llevando así su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta 31.1%. Los bancos comerciales vendieron COP 5.3 billones, la mayor salida mensual desde marzo de 2026. Este movimiento coincidió con los vencimientos de los TES2026 y de TCO, así como una toma de utilidades tras el fuerte *rally* de meses previos en el mercado. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES se situó en 14.8%. Asimismo, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 600 mil millones, con lo cual su participación se mantuvo en 12.1%.

Por su parte, el MHCP realizó ventas por COP 1.4 billones y redujo el saldo de su portafolio de TES hasta COP 7 billones. Como explicamos previamente, ante unos faltantes significativos de recursos en las disponibilidades de la DGCP en BanRep, estas ventas de TES se ejecutaron para cubrir las temporalmente, dada además la fuerte presión de pagos asociados a vencimientos de TES y TCO ese mes. Por su parte, BanRep entregó recursos permanentes a la economía a través de compras definitivas de TES por COP 1.5 billones.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) volvieron a ser vendedores netos por segundo mes consecutivo y liquidaron posiciones por COP 2.2 billones en agosto, acentuando la toma de utilidades. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES se redujo hasta

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

18

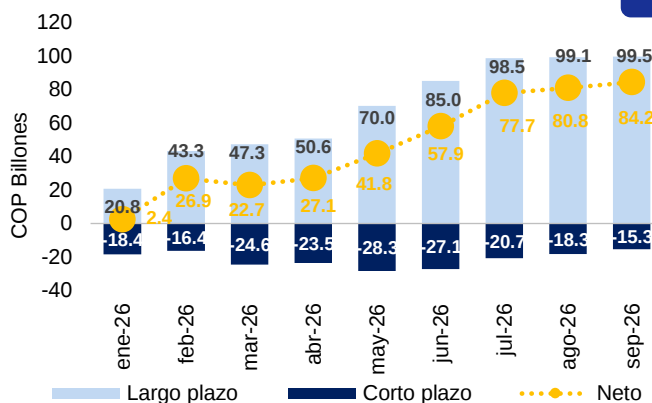


Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Suma colocaciones directas con entidades públicas e inversionistas privados.

Financiamiento interno acumulado durante 2026

19



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

18.8%, pero continúa en el segundo lugar del ranking de mayores tenedores de TES.

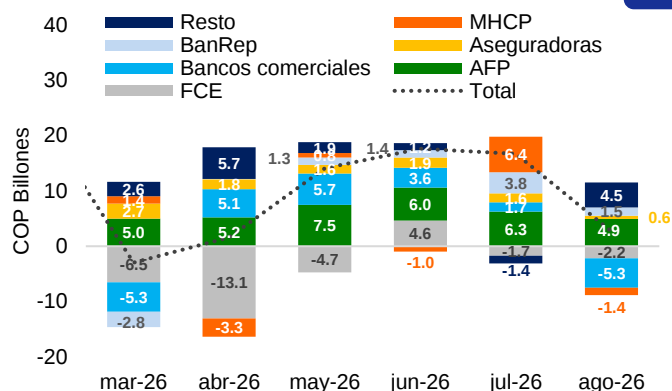
En lo corrido de año, los FCE acumulan ventas por COP 13.5 billones, en su totalidad explicadas por el efecto contable del cierre del TRS y las compras de TES por parte de PIMCO. Aislado este efecto, según nuestros cálculos, los FCE serían compradores netos en el acumulado de 2026 por COP 2.2 billones. De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en septiembre los FCE habría seguido con una posición vendedora neta por COP 272 mil millones. 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 54 millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez del sistema se redujeron en septiembre, en un contexto donde el fuerte ritmo de colocaciones de TES de la primera mitad de año se ha moderado y la dinámica de la cartera de créditos del sistema financiero siguió perdiendo impulso (ver “Resiliencia en un mundo de incertidumbre” en [IMCE – Septiembre de 2026](#)). De esta forma, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 14.1 billones, muy por debajo de los COP 22.3 billones de agosto y de la demanda del mismo mes del año pasado de COP 20 billones. El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en promedio en COP 7.9 billones, pero con una utilización que subió hasta 49% desde los niveles de 29% del mes anterior. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 20% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó hasta COP 10.3 billones.

Para octubre se estima una entrada importante de recursos al sistema por COP 11.8 billones, asociada a pago de vencimientos y de cupones de la Nación (Gráfico 21). Estos recursos se derivan de: 1) COP 6.4 billones del pago de cupones de los TES2034 y de los TES2050; y 2) COP 5.4 billones del vencimiento de TCO ese mes.

Cambio mensual en tenencias de TES

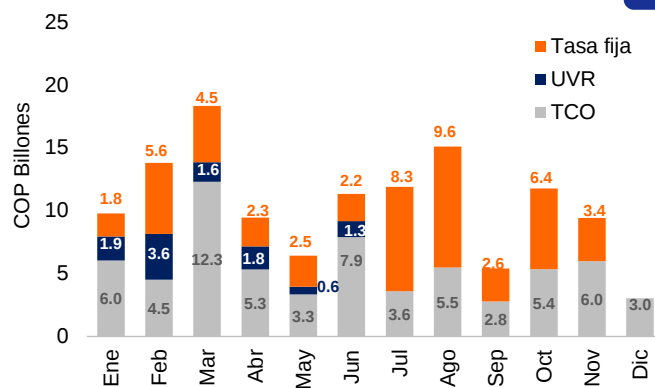
20



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 presentó algunas mejoras en el último mes y continúa siendo una de las alternativas de mayor rendimiento.

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó levemente desde niveles de 6.47% hasta 6.41%, aunque permanece por encima de la tasa promedio muestral de 3.1%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 71 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 nuevamente se ubica cerca de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil, países que presentan condiciones similares en términos de rentabilidad y prima de riesgo.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2027 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 continúa lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 7.15%, y se mantienen por encima de la media muestral de 3.96%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 0.65 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 1.5 p.p.

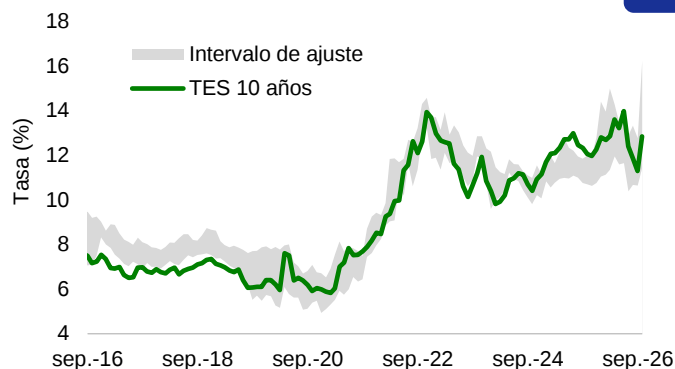
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2040 y TES2058, con un espacio de valorización de hasta 19 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 38 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media señala que el mayor atractivo se

Niveles justos de los TES de largo plazo

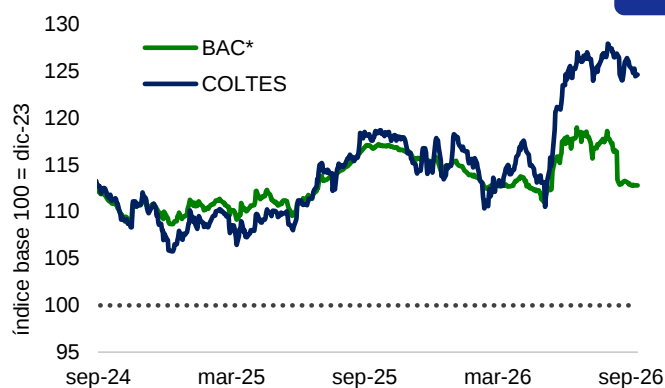
22



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.

concentra en el tramo medio. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2031 y TESUSD2033 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 44 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 13.2% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 12.8%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 40 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 -0.5% en septiembre. Este retorno presentó un mejor desempeño frente al -1.6% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC ascendió desde 1.2% en agosto hasta 2% en septiembre (Gráfico 23).

La optimización de la curva TES COP sugiere una mayor exposición a títulos del tramo de medio. Allí se destacan los TES2028 (35%) y TES2029 (30%). En el tramo largo de la curva, nuestro ejercicio de optimización de cartera también sugiere una mayor ponderación a TES2058 (35%).

Expectativas de corto plazo

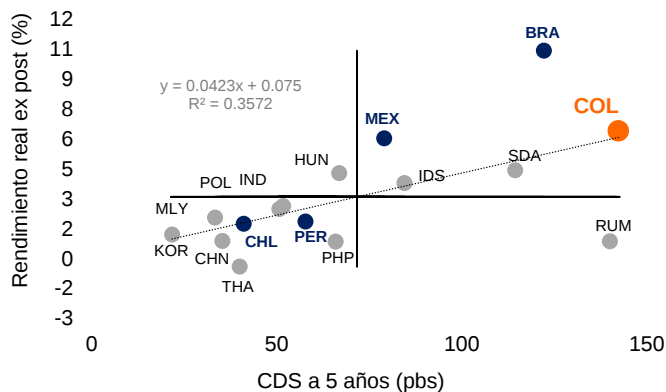
Los rendimientos de los Tesoro a 10 años alcanzaron los niveles de 5% que habíamos anticipado para finales de este año, pero lo hicieron mucho antes de lo previsto. Ante la contundencia de las recientes señales de independencia de la Fed frente al Gobierno, la consecuente mayor probabilidad de aumentos de tasas de interés para lo que resta de 2026 y 2027 (ver “La Fed reafirma el tono” en [CE – Septiembre 23 de 2026](#)), y el persistente desequilibrio de oferta en el mercado de deuda pública de EEUU, **ahora esperamos que las tasas de interés de los Tesoros a 10 años aumenten hasta 6% durante la primera mitad de 2027.**

Teniendo en cuenta lo anterior, rendimientos muy altos de la deuda pública americana, así como presiones alcistas en el USD, imponen una perspectiva ya no tan favorable para los activos de mercados EM y de alto rendimiento. La consecuencia inmediata de este nuevo contexto externo es de mayores exigencias de prima de riesgo para los bonos EM. Así, aquellos activos cuya rentabilidad real no sea lo suficientemente atractiva o la consolidación fiscal sea poco creíble, podrían enfrentar fuertes desvalorizaciones en el corto plazo.

En el plano local, valoramos los esfuerzos que viene haciendo el Gobierno para lograr una consolidación fiscal creíble, especialmente a través de recortes de gasto, pese a los menesteres presupuestales del reciente terremoto en el país (ver “Avanzar y no olvidar” en [CE – Septiembre 14 de 2026](#)). Sin embargo, ante las mayores necesidades de financiamiento y el aumento ya oficializado en la oferta de TES para lo que resta de 2026, las presiones sobre la curva de rendimientos seguirán siendo alcistas.

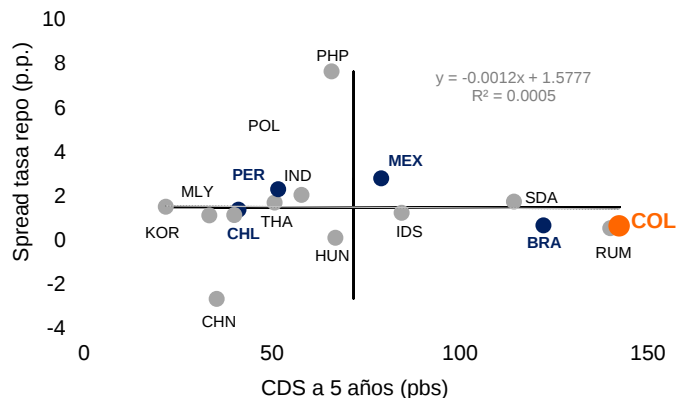
Bajo este contexto, **estimamos niveles objetivo de 13.5% para los TES COP de largo plazo antes de finalizar este año.** Advertimos que la presión alcista persistiría hasta al menos 1T27 y hacia niveles de 14%, pues además de las presiones fiscales, los crecientes riesgos inflacionarios hacen también más probable que BanRep reanude su ciclo alcista de tasas próximamente.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



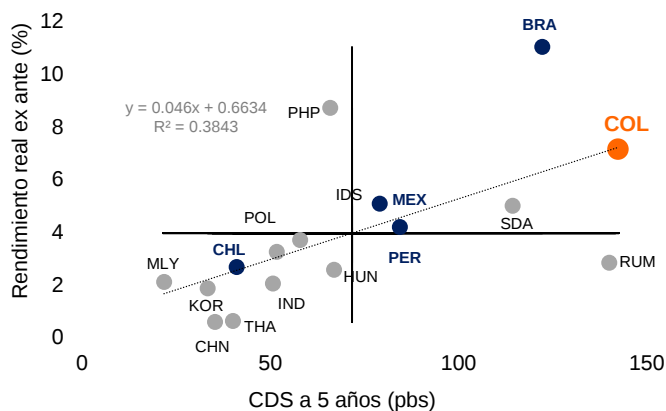
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



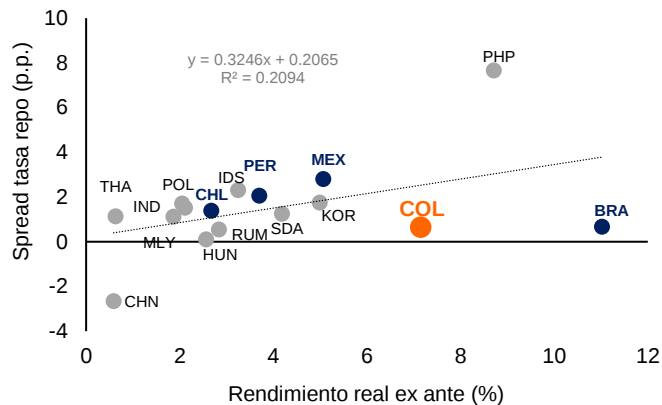
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



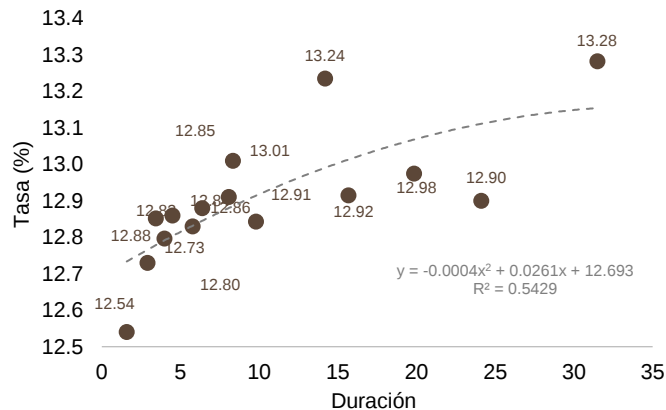
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



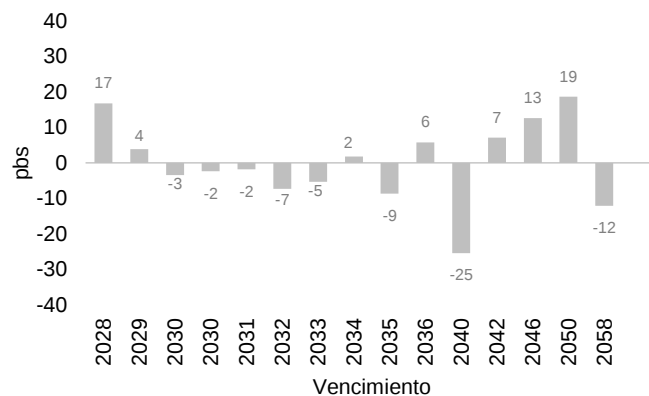
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



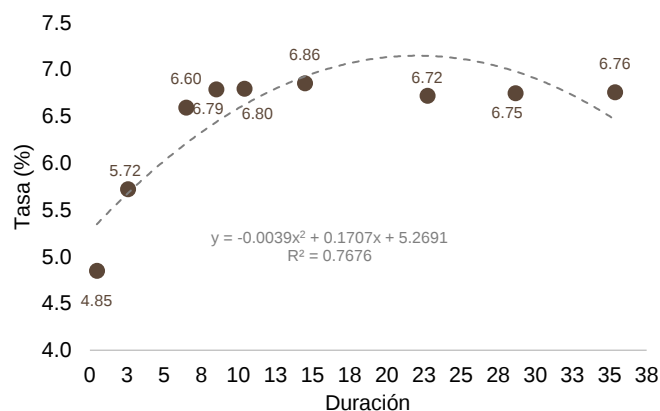
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



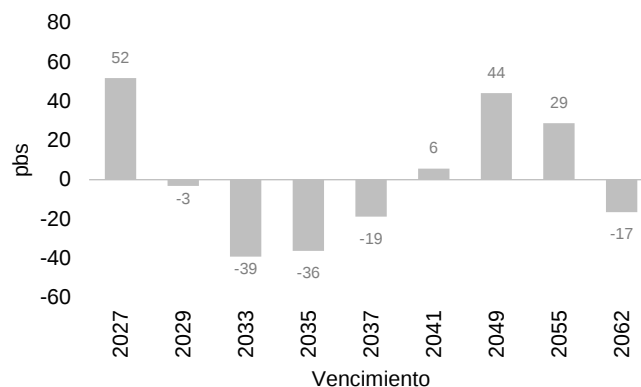
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



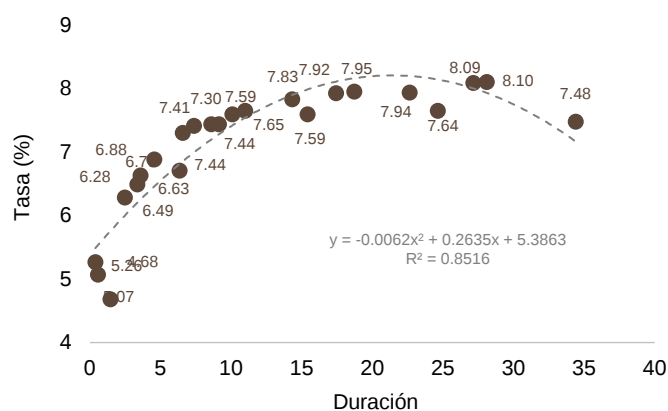
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



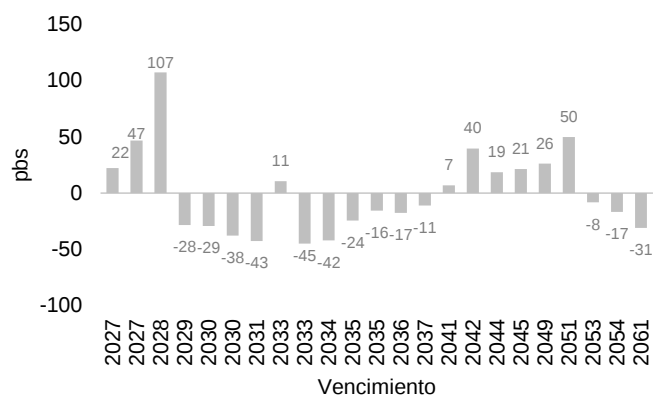
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.0	11.90	-12	48	259	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.4	12.54	24	4	263	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.3	12.73	25	-20	200	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.5	12.85	29			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.1	12.80	30	-25	191	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.4	12.80	35	55	144	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.4	12.86	32	-15	165	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.2	12.83	39	-9	146	
TFIT11090233	feb-33	13.25	3.9	12.88	26	-2	132	
TFIT16181034	oct-34	7.25	4.9	12.91	36	1	149	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.6	13.01	34	-9	115	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.1	12.84	19	19	155	
TFIT16281140	nov-40	12.75	5.7	13.24	43	23	116	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.7	12.92	26	11	114	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.0	12.98	32	-10	100	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.1	12.90	18	6	118	
TFIT34130358	mar-58	12.00	6.9	13.28	48	23	117	

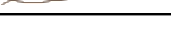
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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	0.4	4.85	-85	-110	-39	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.3	5.72	-29	-48	13	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.5	6.79	30	24	44	
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.5	6.60	53	15	75	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.5	6.79	60	34	87	
TUVT18250237	feb-37	3.75	7.8	6.80	55	18	65	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.3	6.86	41	37	67	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.8	6.72	87	39	72	
TUVT32160655	may-55	5.25	12.8	6.75	45	21	66	
TUVT38010262	feb-62	6.50	12.9	6.76	37	6	54	

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	0.4	5.26	61	45		
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.5	5.07	66	59	93	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.3	4.68	-21	-88		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.0	6.31	94			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.2	6.29	87	116	134	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.0	6.49	86	77	112	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.0	6.63	91	80	108	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.5	7.36	90			
COLGLB31	abr-31	3.13	3.9	6.89	93	82	113	
COLGLB32	abr-32	3.25	4.7	7.14	98	88	110	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.5	6.70	29	34	15	
COLGLBA33	abr-33	8.00	4.9	7.30	86	66	92	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.3	7.41	84	64	82	
COLGLB35	abr-35	8.50	5.9	7.44	75	47	56	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.0	7.44	76	41	54	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.4	7.59	79	45	57	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.3	7.65	81	52	74	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.4	7.83	78	46	65	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.7	7.59	75	15	56	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.6	7.92	72	38	56	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.3	7.95	73	25	60	
COLGLB49	may-49	5.20	11.0	7.93	68	32	57	
COLGLB51	may-51	4.13	12.1	7.64	64	16	65	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.0	8.07	56	23	26	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.2	8.09	62	26	30	
COLGLB61	feb-61	3.88	13.1	7.48	51	29	78	

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	
COLGLA28	sep-28	3.75	1.8	4.88	72	85	111	
COLGLA30	nov-30	4.50	3.5	6.49	86	77	112	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.0	6.02	62	29	82	
COLGLA34	nov-34	5.75	6.0	6.38	57	21		
COLGLA36	feb-36	5.63	6.8	6.59	56	12	55	
COLGLA38	nov-38	6.50	7.8	6.76	50	-11		

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.