



A la primera agua de octubre, siembra y cubre

Octubre 27 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

Los rendimientos de la deuda pública global alcanzaron a principios de octubre máximos de varias décadas, aunque durante la segunda mitad del mes la tendencia se revirtió por una mayor demanda por retorno real-seguro y una moderación en las expectativas de aumentos en la tasa de interés de la Fed para octubre. Las tasas de interés de los bonos soberanos de LATAM se incrementaron y la percepción de riesgo-país en la mayoría de los casos sufrió deterioros no despreciables.

En este entorno, los TES registraron una relativa estabilidad en octubre por encima de niveles de 13% y algunos títulos con los vencimientos más altos llegaron a rozar niveles de 13.5%. A pesar del reperfilamiento de la deuda interna, el mayor acceso a créditos externos con las agencias multilaterales, el elevado apetito de los inversionistas por bonos de Colombia en los mercados externos y el menor ritmo de colocaciones de TES en los últimos meses, la presión fiscal del país continúa siendo considerable y limita el margen estructural de ganancias en el muy corto plazo.

La Nación realizó una exitosa emisión de bonos Globales por USD 5,200 millones, por encima de los USD 3,000 millones previstos en la reciente actualización del plan financiero de 2026. Crédito Público realizó dos canjes en octubre por COP 30.1 billones, con lo cual habría reducido el pago de amortizaciones para 2027 hasta COP 16 billones. El ritmo de colocaciones de TES volvió a desacelerarse en el último mes y el cumplimiento de emisiones por subastas este año continúa superando el observado en 2025.

La posición de liquidez en COP del Gobierno mejoró sustancialmente y se acercó a sus puntos históricos de referencia. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario disminuyeron, pero la demanda de TES en el mercado primario continuó fuerte. El apetito por TES de los inversionistas extranjeros viene mejorando y en octubre habrían sido uno de los principales compradores netos.

Nuestras estimaciones sugieren una razón de deuda bruta a PIB de 61.8% promedio entre septiembre y octubre. En ese mismo sentido, la deuda neta estaría bordeando niveles de 57.4% del PIB, por debajo de la nueva meta de 59.7% del Gobierno. La participación de la deuda interna sobre el total de la deuda se redujo frente a los máximos alcanzados recientemente, mientras que la participación de la deuda externa permanece baja.

Contexto internacional

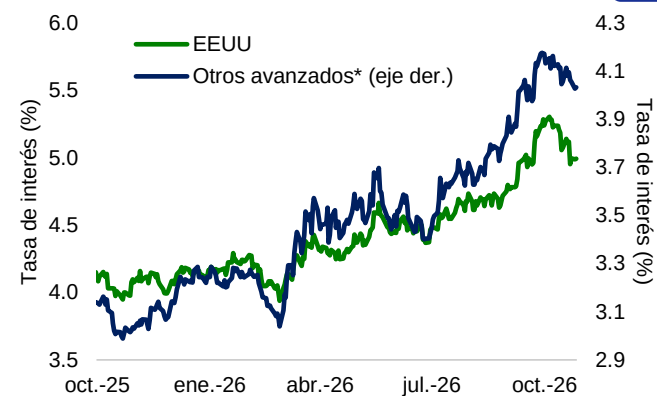
Los rendimientos de la deuda pública global, especialmente la de mercados desarrollados, alcanzaron a principios de octubre máximos de varias décadas en medio de múltiples factores que los presionaron al alza. Dichas causas fueron principalmente de índole fiscal y de mayores exigencias de prima por parte de los inversionistas, aunque también por un fuerte repunte de los precios internacionales del petróleo que superaron de nuevo la barrera de los 100 dólares por barril (dpb).

No obstante, desde mediados del mes la tendencia se revirtió rápidamente (Gráfico 1). La demanda de activos de refugio, como los bonos soberanos de economías avanzadas, se fortaleció en medio de un incremento de los niveles de aversión al riesgo por temores de una posible burbuja del sector tecnológico, así como un deterioro de las perspectivas económicas para el próximo año.

En EEUU, aunque la inflación observada y esperada ha mantenido una tendencia alcista, la expectativa de incrementos de tasas Fed en octubre se ha venido moderando en medio de recientes señales confusas por parte del emisor. Varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) han señalado que la Fed dispone de margen para esperar y evaluar la evolución de la economía y la inflación, antes de realizar un nuevo incremento en los tipos de interés. En este entorno, tanto la curva OIS como los contratos de futuros de fondos federales, anticipan estabilidad en la tasa de referencia para la decisión de la Fed en octubre y una reanudación en el ciclo de incrementos durante la reunión de diciembre.

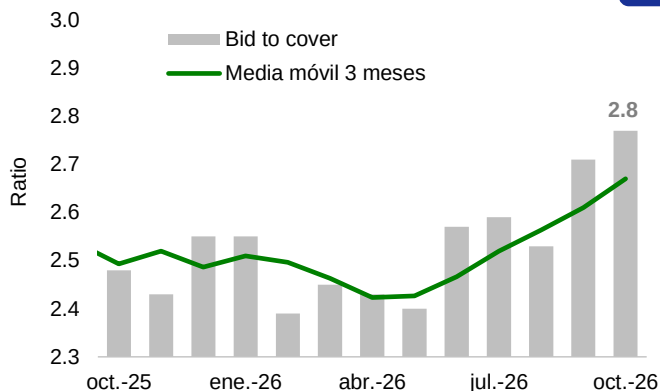
Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años, alcanzaron máximos de 5.3% durante la primera semana de octubre, pero descendieron posteriormente a niveles por debajo de 5% equiparables al cierre de septiembre. Estos niveles de tasas han estimulado la demanda en el mercado primario, con subastas que alcanzaron un *bid-to-cover* de 2.8 veces que es un máximo no visto en casi una década (Gráfico 2). 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

Bonos a 10 años en mercados desarrollados



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en subastas de Tesoros a 10 años



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

inferior a la de los títulos americanos. A pesar de esta corrección, las tasas de interés de la deuda pública permanecen históricamente elevadas ante la persistencia de riesgos inflacionarios globales y fiscales en economías avanzadas, especialmente en los casos de EEUU y Francia.

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 disminuyó en octubre hasta niveles inferiores a 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, ante la mayor demanda de bonos con vencimientos altos por su atractiva rentabilidad (Gráfico 4).

En LATAM, los principales bancos centrales mantienen posturas monetarias heterogéneas. En Brasil, el emisor ha seguido recortando sus tipos de interés en medio de una clara desinflación y desaceleración económica. Por el contrario, en Colombia las tasas de referencia volvieron a incrementarse ante una fuerte persistencia de la inflación observada y esperada por encima de las metas de política. 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. Para el caso de Perú, el mercado ha comenzado a descontar aumentos de tasas antes de finalizar 2026 por el reciente repunte de la inflación.

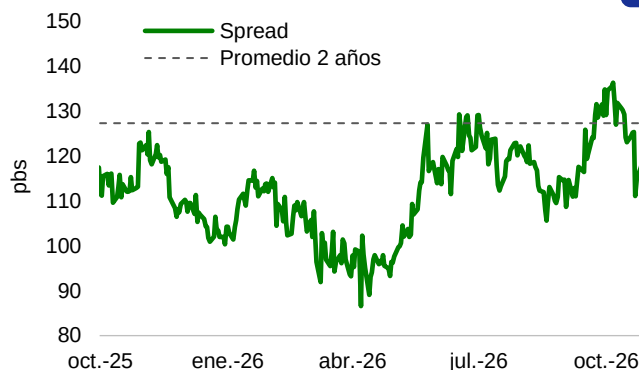
Los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), en el balance, registraron incrementos en el último mes. Allí se destaca la fuerte volatilidad en los rendimientos del bono soberano de Brasil ante los sorpresivos resultados de las recientes elecciones presidenciales (Gráfico 5).

En línea con este movimiento, las primas de riesgo-país en LA5 registraron incrementos en octubre ante un contexto de alta 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 aumentaron hasta 167 pbs, pero continúan por debajo del promedio año corrido de 2026 que se ubica en 185 pbs.

Tal y como se esperaba, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM) excluyendo a

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

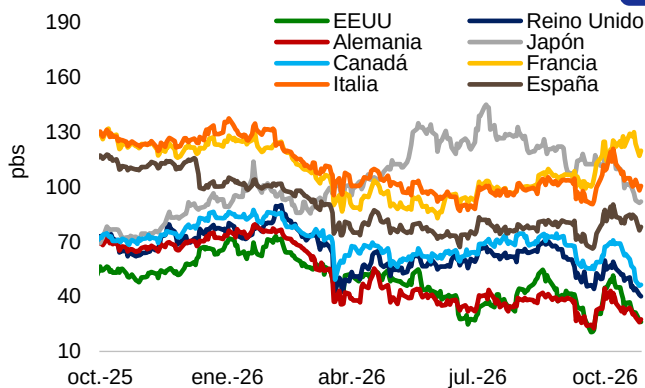
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

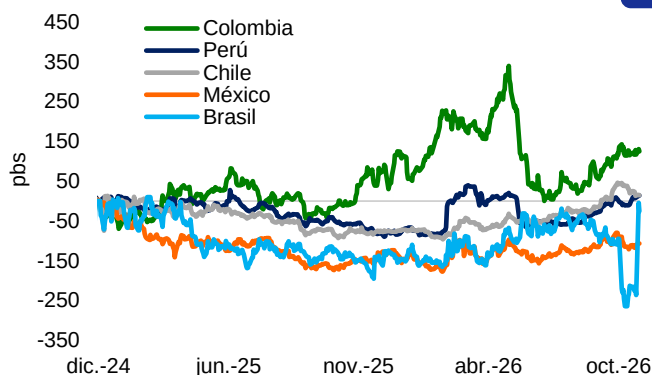
4



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.

China, registraron en septiembre las mayores salidas desde abril de 2024, en un contexto de elevada volatilidad y donde las tasas de interés de los bonos alcanzaron máximos de 2 décadas (ver “Afectaciones locales y externas” en IMDP – [Septiembre de 2026](#)). Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las salidas netas fueron por USD 23,300 millones, concentradas en acciones con egresos netos de USD 16,700 millones. Las ventas netas en renta fija fueron de USD 6,600 millones.

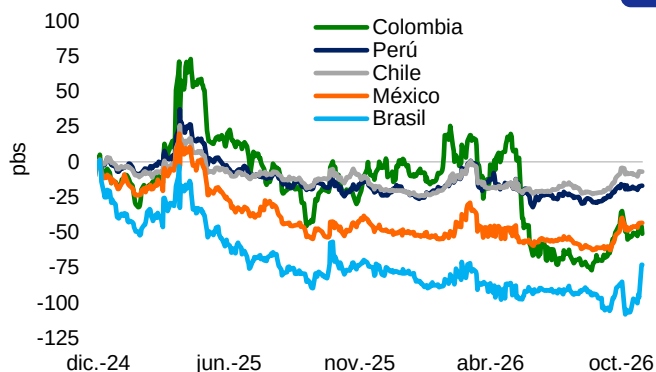
Por regiones, Asia sin China, así como África y Medio Oriente (AMO) fueron las más afectadas con ventas de títulos de deuda por USD 3,000 y 1,600 millones, respectivamente. Las posiciones de bonos en LATAM también mostraron ventas netas, pero en una menor magnitud de USD 700 millones (Gráfico 7). Europa EM también registró egresos netos por USD 1,300 millones.

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 323,500 millones, por encima de las compras netas de USD 311,900 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 (41.5%), seguida de AMO (24.7%), Europa EM (18.4%) y LATAM (15.4%).

Esta relocalización de flujos de capital hacia bonos de mercados de Asia este año se sigue explicando 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 en otras regiones como Europa EM.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

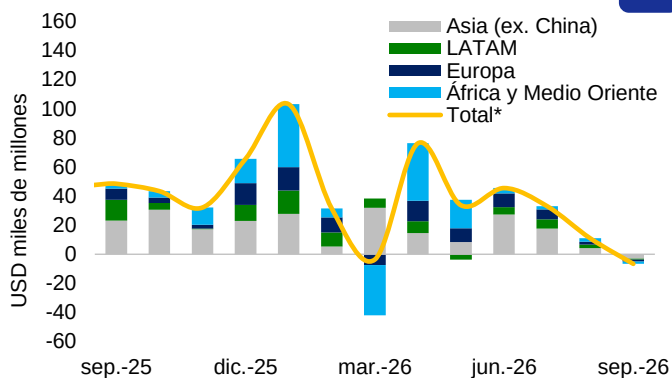
6



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

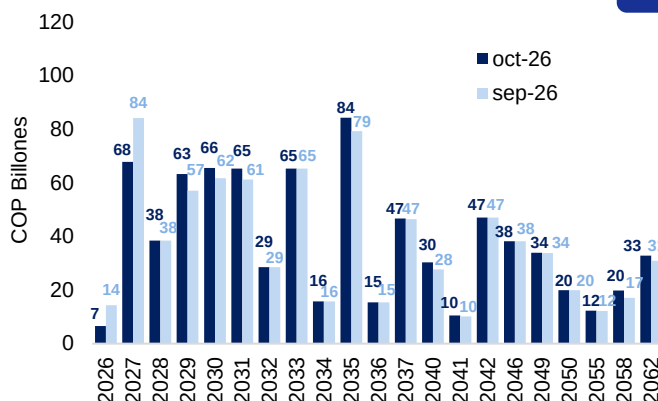
los TES registraron una relativa estabilidad en octubre por encima de niveles de 13% y algunos títulos con los vencimientos más altos llegaron a rozar niveles de 13.5%. A pesar de los avances en el reperfilamiento de la deuda interna, el mayor acceso a créditos externos con las agencias multilaterales, el elevado apetito de los inversionistas por bonos de Colombia en los mercados externos y el menor ritmo de emisiones de TES en meses recientes, la presión fiscal del país continúa siendo considerable y limita el margen de ganancias de muy corto plazo.

La Dirección General de Crédito Público (DGCP) realizó dos canjes en octubre por un monto conjunto de COP 30.1 billones, con lo cual redujo sus amortizaciones internas para 2026 en 50% (COP 3.9 billones) y en 19% para 2027 (COP 26.2 billones). Estos ahorros estarían reduciendo el pago de amortizaciones para la siguiente vigencia hasta COP 16 billones, una estrategia clave del Gobierno para liberar presiones de oferta en el mercado vía un menor *rollover* de la deuda, dado el elevado importe de la pila de vencimientos para 2027 (Gráfico 8). Asimismo, la vida media de la deuda interna aumentó desde 9.97 hasta 10.21 años, mientras que el cupón medio se incrementó hasta 8.2%.

En paralelo, la Nación realizó una emisión histórica de bonos globales denominados en USD por USD 5,200 millones, muy por encima de los USD 3,000 millones previstos en la reciente actualización del plan financiero de este año. Los bonos colocados tienen vencimientos en 2032, 2037 y 2056, con una tasa cupón media ponderada de 7.45% que supera en 185 pbs a la tasa cupón promedio de 5.6% de los títulos vigentes en la curva de deuda externa en USD. Esta colocación tuvo una demanda histórica de USD 16 mil millones, lo que refleja el elevado apetito de los inversionistas por títulos de Colombia. Los recursos obtenidos con este desembolso serán destinados, como había anunciado previamente el propio Gobierno, para prefinanciamiento de 2027. Adicional a lo anterior, la Nación aprobó 3 operaciones de créditos externos con el banco de fomento alemán KfW por EUR 497 millones (USD 555 millones).

Impacto canjes sobre el perfil de vencimientos

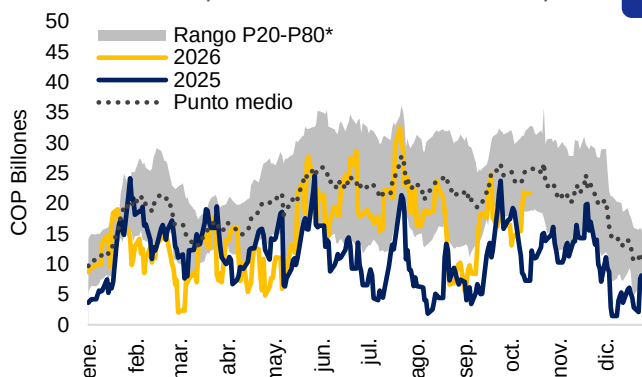
8



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 mejoró en septiembre hasta COP 22.9 billones y la información de octubre sugiere mejoras adicionales. En efecto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 21.6 billones al corte de la semana que finalizó el 16 de octubre, niveles por encima de los registros de octubre del año anterior y levemente inferiores al promedio de COP 25.8 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 mantuvo relativamente estable frente al cierre de septiembre (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en los TES del tramo medio de la curva, donde la oferta de papel ha sido la que más ha aumentado este año. La prima a término en la curva de TES COP continuó positiva y aumentó hasta 60 pbs, máximos desde finales de 2025 (Gráfico 11).

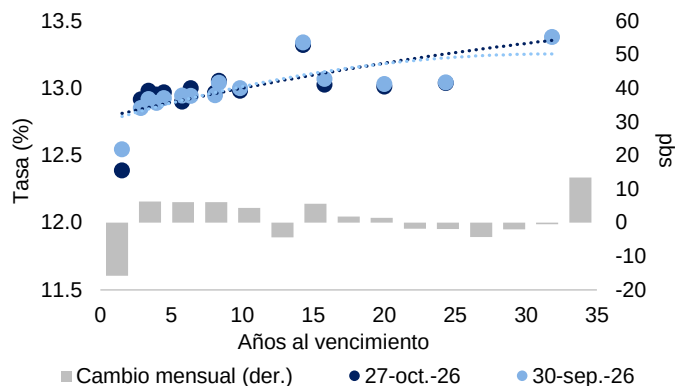
El tramo corto de la curva se registraron reducciones de 7 pbs en promedio en octubre, en parte favorecido por las recientes operaciones de canje de la DGCP. Allí sobresalen los rendimientos de los TES2028 con una reducción de 15 pbs hasta 12.38%. Este comportamiento contrastó con el repunte de las tasas IBR a 12 meses, que se ubicaron en 12.7% 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, también continuaron con su tendencia alcista (Gráfico 12).

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron incrementos promedio de 3 pbs en las tasas de interés, donde sobresalen los TES2030 con un aumento de 6 pbs en sus rendimientos hasta 12.98%. Los TES COP de mayor duración (vencimientos superiores a 10 años) se mantuvieron relativamente estables frente a septiembre y se destacan los aumentos de 11 pbs en los rendimientos de los TES2058 hasta 13.49%.

En contraste, la curva de rendimientos de los TES UVR tuvo un desplazamiento al alza de 22 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo corto y medio mostraron aumentos promedio de 18 y 24 pbs, respectivamente, donde se destacan los aumentos de 25 pbs de los TESUVR2031 hasta 7.12%.

Evolución reciente de la curva TES COP

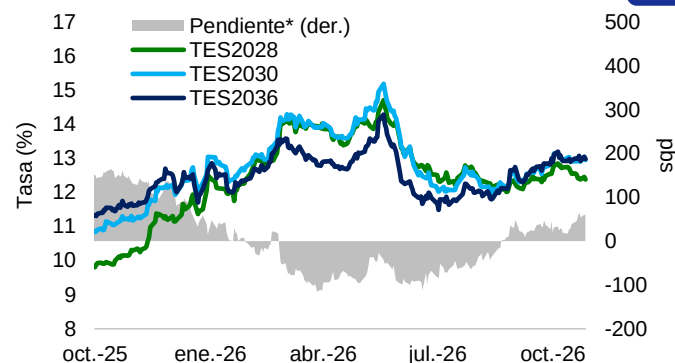
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11

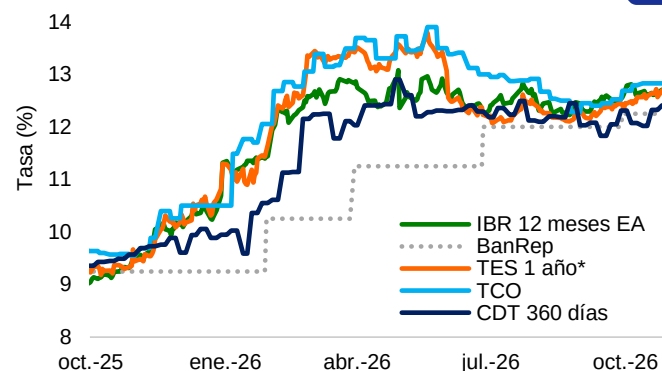


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2028.

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.

Los rendimientos del tramo largo también mostraron aumentos de 22 pbs, en promedio.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió levemente en octubre hasta 6.57% (Gráfico 14). En contraste, la medida de inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES se incrementó en el último mes hasta niveles de 6.86%, máximos no vistos 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 2.6 billones en octubre, inferior a los volúmenes registrados en septiembre y a los COP 3.4 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 TESUVR2062, en su respectivo orden.

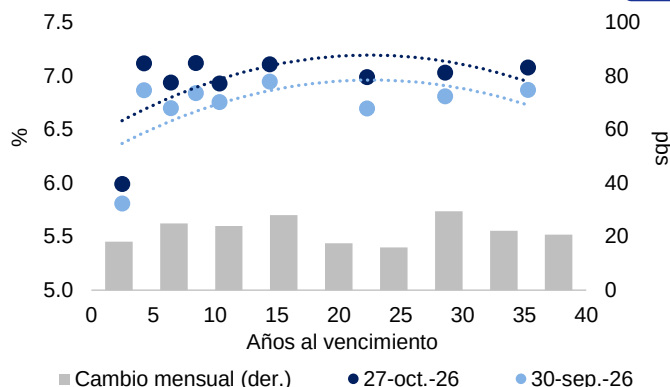
El ritmo de colocaciones de TES en octubre volvió a desacelerarse frente a meses previos. De acuerdo con el nuevo cronograma de subastas de TES internos para 2026, en el acumulado del año las colocaciones ascienden a COP 67.1 billones, lo que representa un cumplimiento de 78.3% frente a la meta de COP 85.7 billones anunciada en la reciente actualización del plan financiero. Este cumplimiento supera el 73.2% del mismo periodo de 2025, aunque es inferior al promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 47.1 billones, repartidas en COP 33.3 billones de TES COP y COP 13.8 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 13.17% y 7%, respectivamente, máximos no vistos desde el pasado mes de mayo. El *bid-to-cover* en las subastas de TES COP descendió hasta 3.6 veces, mientras que para el de los TES UVR el ratio aumentó hasta de 3.5 veces (Gráfico 17).

En las subastas de TCO, el monto colocado al corte de octubre ascendió hasta COP 33.3 billones y supera el cupo definido para este año. En línea con lo anterior, las

Evolución reciente de la curva TES UVR

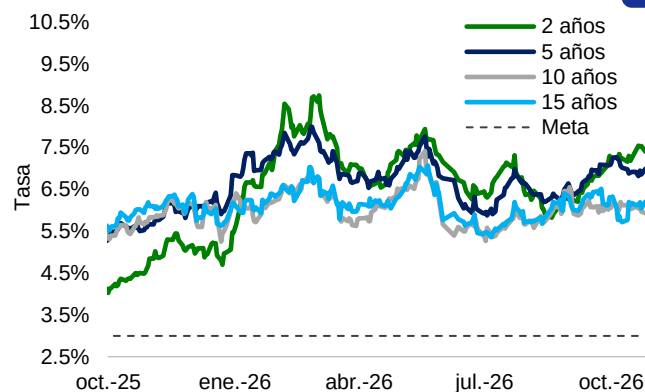
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

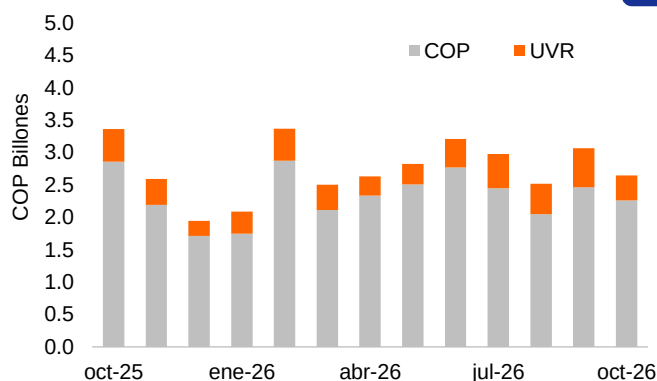
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

tasas de corte de los TCO en el mercado primario aumentaron hasta un promedio de 12.84%, con un *bid-to-cover* promedio que disminuyó hasta 1.7 veces, mínimos desde mayo de este año. Las colocaciones convenidas con entidades públicas volvieron a ser prácticamente nulas por quinto 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 87.6 billones, es decir, un 81.3% de la meta de COP 107.8 billones (excluyendo los bonos verdes) definida para este año (Gráfico 18). Esto deja un remanente de COP 18.6 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.

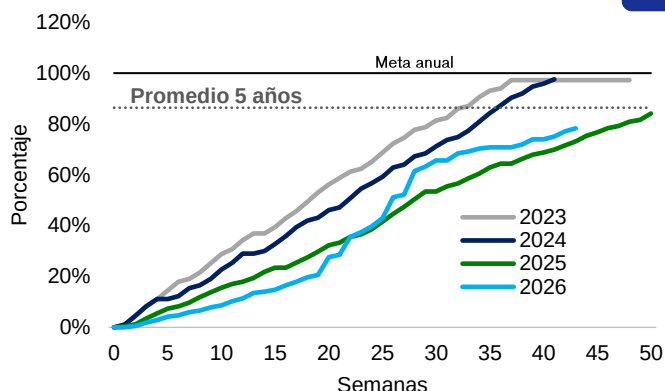
Los datos consolidados a agosto del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC) mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,169 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 60.6%, inferior al 61.8% del mismo mes de 2025. El saldo de la deuda interna bruta se ubica en 47.7% del PIB, superior al 43.7% del mismo mes del año anterior y continuó anotando máximos históricos. La principal fuente de financiamiento interno del GNC este año sigue 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 12.9% del PIB, significativamente inferior al 18.1% de agosto de 2025 y ubicándose entre los niveles más bajos observados en más de 10 años. Lo anterior sigue explicado en su totalidad por la fuerte apreciación del COP en 2026, las recompras de bonos externos de principios de año y 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 ubicó en 21.3%, mientras que la de la deuda interna se sitúa en 78.7%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de septiembre y octubre, habría alcanzado niveles de 61.1% y 62.5%, respectivamente.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

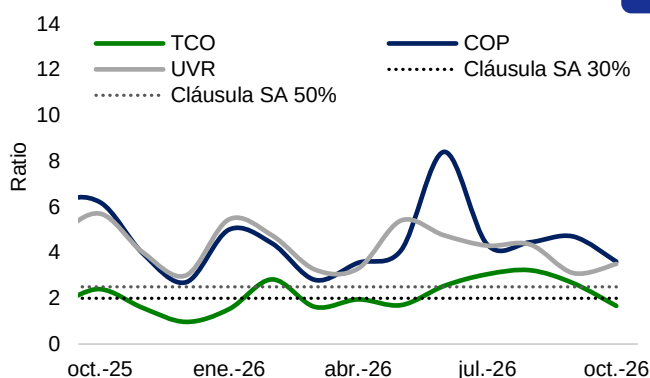
16



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.

Descontando activos financieros líquidos constitutivos para operaciones de Tesorería y la posición de caja en COP, la deuda neta se habría ubicado en 56.9% y 57.9% del PIB para los mismos meses, en ese orden. En ambos casos, dichos niveles se sitúan por debajo de la meta de 59.7% definida en la actualización del plan financiero de 2026.

Las cifras de tenedores de TES de septiembre, publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), mostraron un incremento de COP 8.3 billones frente al mes previo. Excluyendo a *policy makers* (BanRep y MHCP), las tenencias de los inversionistas aumentaron COP 9.3 billones, superior de los COP 2.5 billones de agosto.

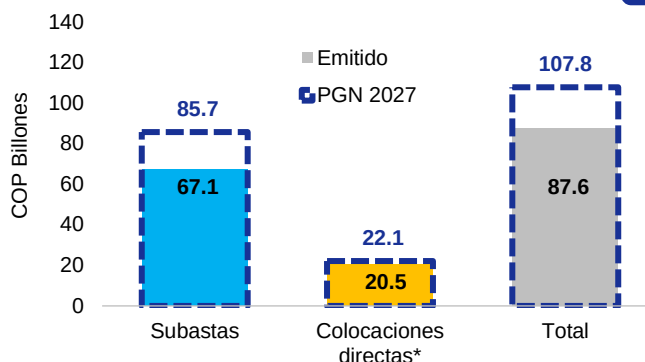
Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, volvieron a aumentar fuertemente sus posiciones en septiembre en COP 6.3 billones (Gráfico 20). De esta forma, las AFP completaron 9 meses consecutivos como compradores netos de TES y su participación sobre el saldo total se incrementó hasta 31.6%. Los bancos comerciales realizaron ventas por COP 200 mil millones y su participación sobre el saldo total de TES se situó en 14.6%. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.6 billones, con lo cual su participación se mantuvo en 12.2%.

Por su parte, el MHCP realizó ventas por COP 1.1 billones y redujo el saldo de su portafolio de TES hasta COP 5.9 billones. Por su parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES durante el último mes.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) volvieron a ser compradores netos e incrementaron sus posiciones en COP 800 mil millones, aprovechando el repunte de las tasas locales y la mayor confianza sobre el mercado local. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES aumentó hasta 18.7% y continúa en el segundo lugar del ranking de mayores tenedores de TES. De acuerdo con cifras de la Contraloría General de la República, estas compras estuvieron impulsadas principalmente por autoridades monetarias y bancos extranjeros comerciales, que son agentes de carácter más estructural.

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

18

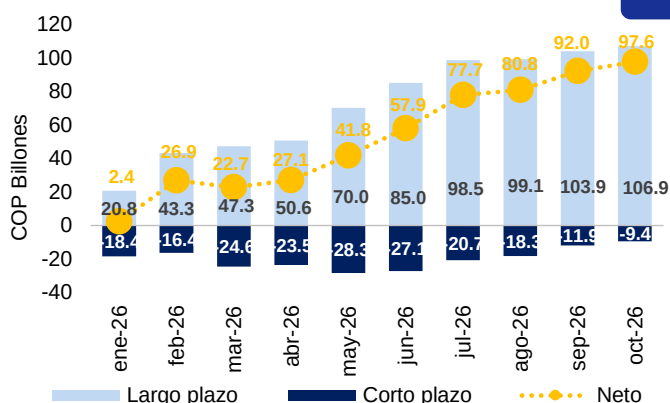


Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Suma colocaciones directas con entidades públicas e inversionistas privados.

Financiamiento interno acumulado durante 2026

19



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

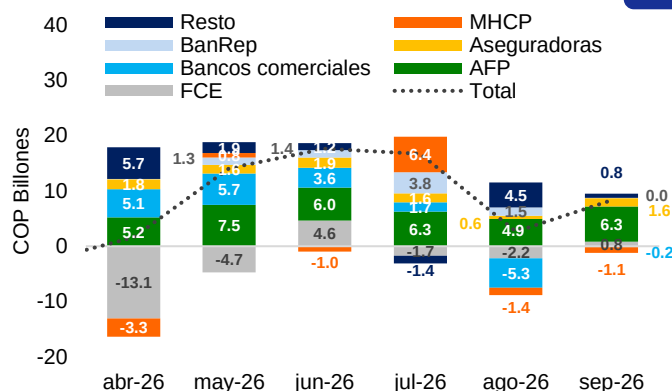
En lo corrido de año, los FCE acumulan ventas por COP 12.7 billones, en su totalidad explicadas por el efecto contable del cierre del TRS. Aislado este efecto, según nuestros cálculos, los FCE serían compradores netos en el acumulado de 2026 por cerca de COP 2 billones. De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en octubre los FCE habría aumentado significativamente su posición compradora neta por COP 5 billones. Este comportamiento también está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, las cuales dan cuenta de entradas preliminares por USD 417 millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez del sistema se mantuvieron holgadas en octubre, 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 17.5 billones, estable frente a los COP 17.3 billones de septiembre, aunque inferior frente a la demanda de COP 19.2 billones del mismo mes de 2025. El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en promedio en COP 13 billones, pero con una utilización que descendió hasta 36% desde los niveles de 56% del mes anterior. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 19% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó hasta COP 6.9 billones.

Para noviembre se estima una entrada importante de recursos al sistema por COP 9.9 billones, asociada a pago de vencimientos y de cupones de la Nación (Gráfico 21). Estos recursos se derivan de: 1) COP 4.8 billones del pago de cupones de los TES2027 y TES2040; y 2) COP 5.1 billones del vencimiento de TCO ese mes.

Cambio mensual en tenencias de TES

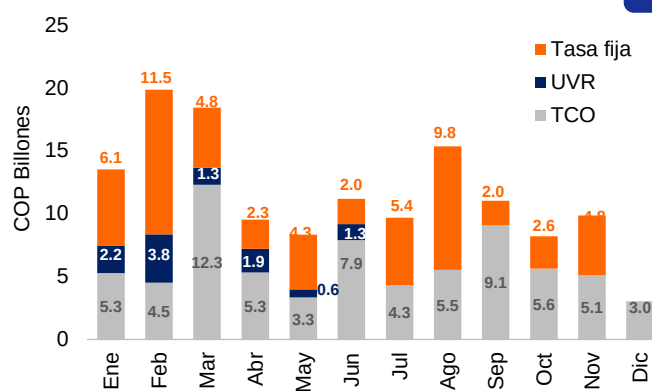
20



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 desmejoras en el último mes, aunque continúa siendo una de las alternativas de mayor rendimiento.

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 6.41% hasta 6.6% y permanece por encima de la tasa promedio muestral de 2.98%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 90 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 se alejó 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 descendieron hasta 6.66%, y se mantienen por encima de la media muestral de 3.33%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 0.64 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 1.6 p.p.

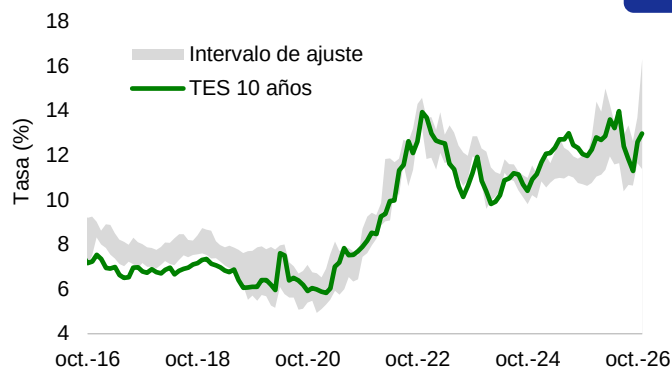
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2040 y TES2058, con un espacio de valorización de hasta 20 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 29 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

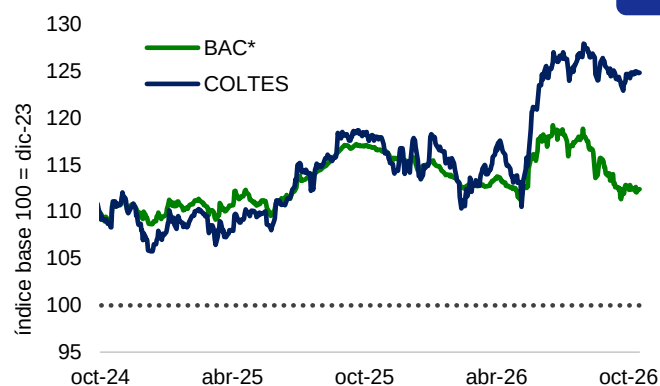
22



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 TESUSD2033 y TESUSD2034 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 35 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 13%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 20 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 0.1% en octubre. Este retorno presentó un peor desempeño frente al 0.7% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 2.8% en septiembre hasta 1.1% en octubre (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 (15%).

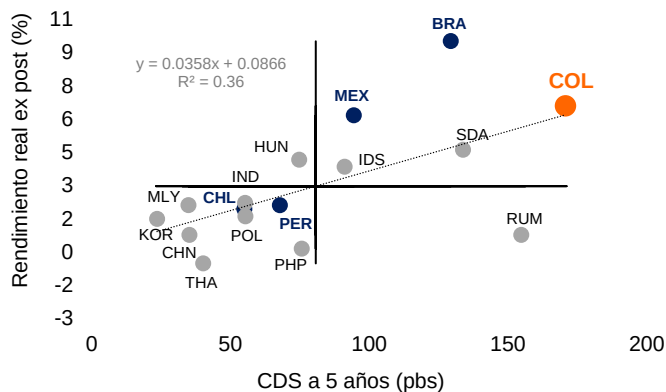
Expectativas de corto plazo

En el frente externo, consideramos que las presiones alcistas sobre las tasas de interés de los Tesoros no han desaparecido y que retomarán su tendencia alcista en el futuro cercano. Además de la elevada presión fiscal en EEUU, la Fed seguirá endureciendo su postura monetaria y en los últimos meses ha dejado de comprar la nueva deuda de corto plazo del Tesoro (*T-Bills*), factor que agranda el desequilibrio de oferta en el mercado de deuda pública americano. Las presiones fiscales sobre la deuda pública en Europa (principalmente Francia) y en Japón tampoco dan señales de estabilización. De esta forma, **mantenemos nuestro pronóstico de que las tasas de interés de los Tesoros a 10 años aumentarán hasta 6% durante la primera mitad de 2027.**

En el plano local, el riesgo fiscal seguirá compensando casi en su totalidad las mejoras derivadas de los canjes de deuda interna (reperfilamiento de la deuda y ahorros en 2027) y las menores necesidades de financiamiento interno que se desprenden de un mayor acceso a recursos externos en los mercados de capitales y la banca multilateral. Para el mercado resulta de vital importancia el trámite de la Ley de Rescate (LR) en el Congreso que iniciará próximamente, pues de ella depende que el déficit fiscal el próximo año pueda descender hacia niveles cercanos al 7% del PIB. El apoyo financiero del Fondo Monetario Internacional (FMI), por USD 20,000 millones a tasas más favorables frente a las de mercado, difícilmente llegaría antes de 1T27. La misión de noviembre evaluará con mayor precisión la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno.

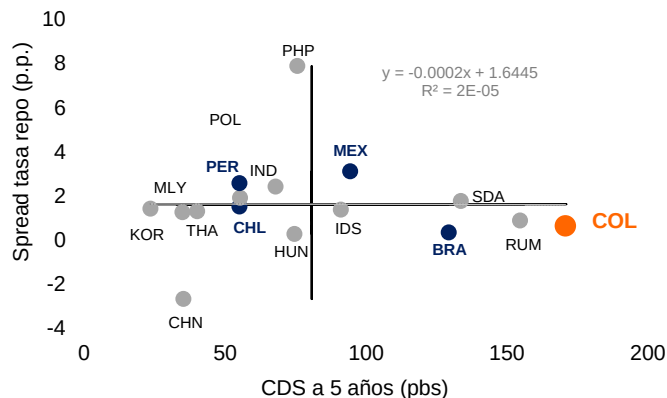
Bajo este contexto, **estimamos niveles de estrés en 13.5% para los TES COP de largo plazo antes de finalizar este año.** Seguimos advirtiendo que esta presión alcista persistiría al menos hasta 1T27 y hacia niveles de 14%. Los riesgos inflacionarios de corto plazo no han desaparecido y mantienen alta la probabilidad de que BanRep continúe con su ciclo alcista de tasas de interés en los próximos meses.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



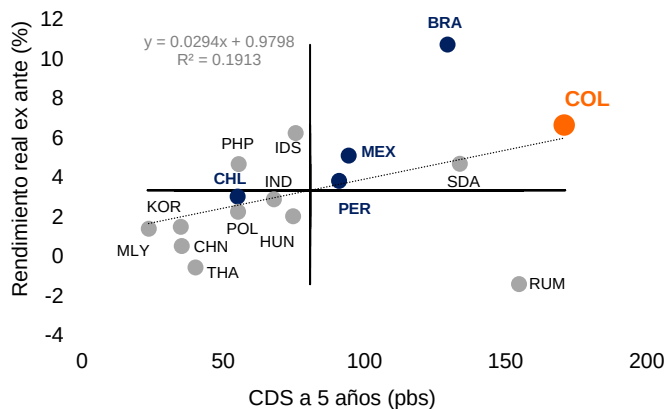
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



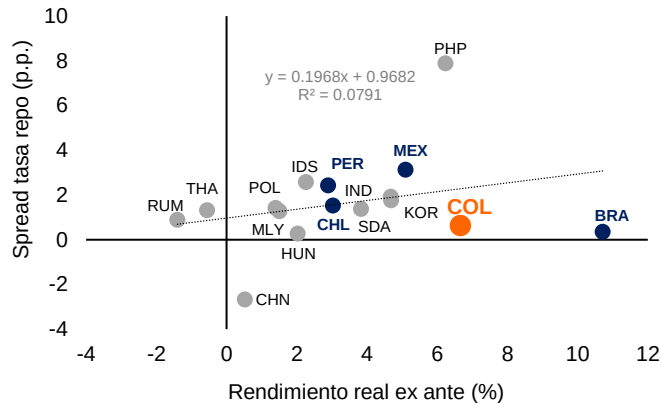
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



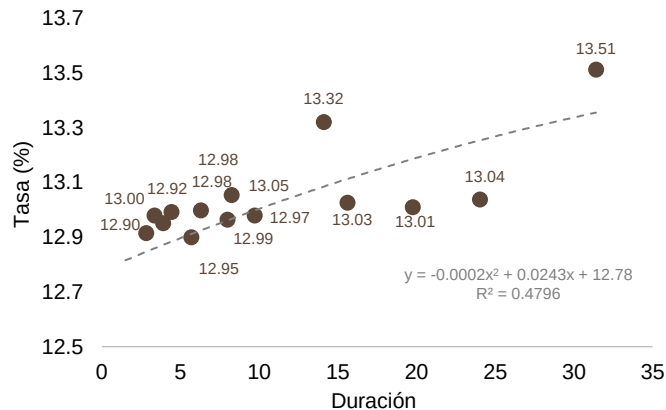
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



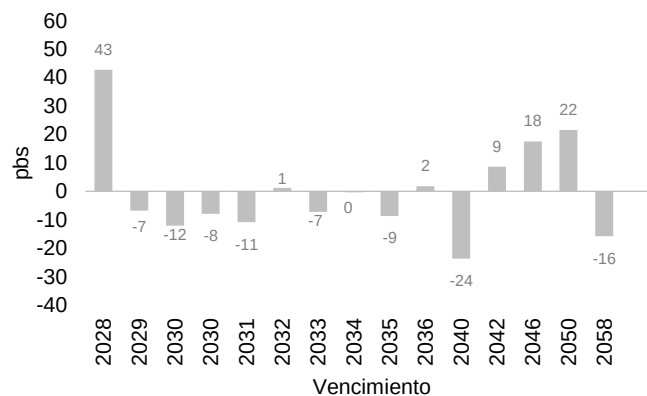
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



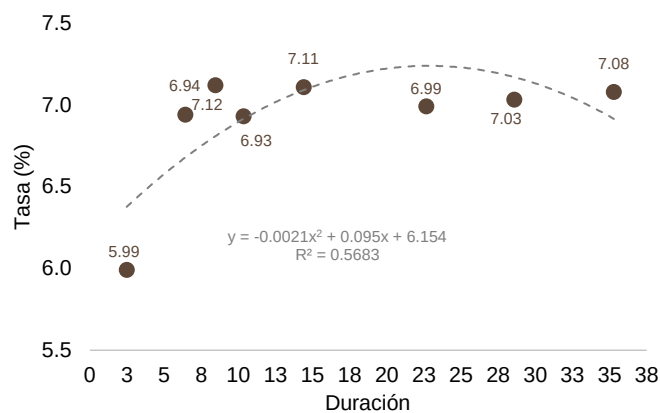
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



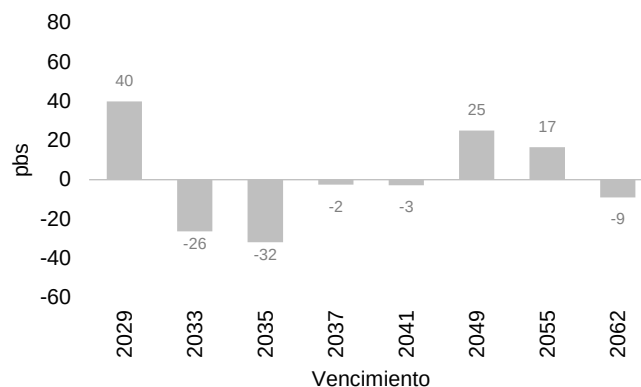
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



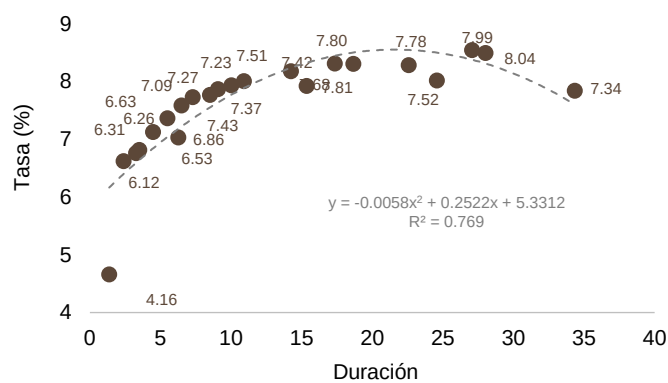
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



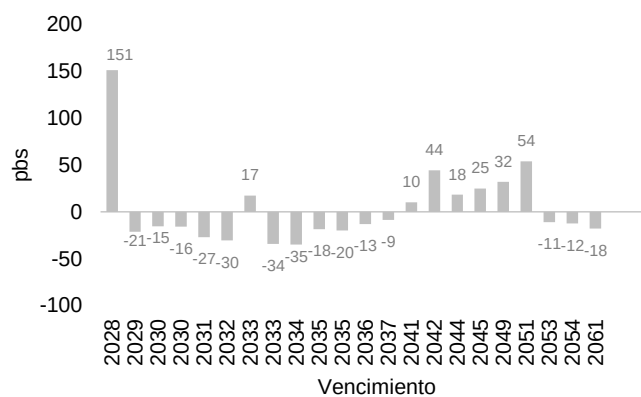
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.9	9.95	-200	-147	44	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.3	12.39	-8	-12	224	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.2	12.92	27	-1	199	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.4	12.98	24			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.0	12.95	20	-10	171	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.3	12.98	18	73	136	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.3	12.99	23	-2	161	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.1	12.90	4	-2	136	
TFIT11090233	feb-33	13.25	3.8	13.00	14	10	137	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.3	12.97	12	6	158	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.6	13.05	10	-5	115	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.0	12.98	13	33	140	
TFIT16281140	nov-40	12.75	5.6	13.32	6	32	132	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.6	13.03	6	23	112	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.9	13.01	3	-6	98	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.8	13.04	8	20	138	
TFIT34130358	mar-58	12.00	6.8	13.51	25	46	146	

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	2.60	-240	-335	-242	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.3	5.99	33	-21	28	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.4	7.12	37	57	102	
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.4	6.94	34	49	102	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.4	7.12	26	67	120	
TUVT18250237	feb-37	3.75	7.7	6.93	13	31	97	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.1	7.11	19	62	119	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.5	6.99	24	66	115	
TUVT32160655	may-55	5.25	12.5	7.03	28	49	117	
TUVT38010262	feb-62	6.50	12.4	7.08	32	38	123	

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	0.3	6.27	103	146	74	
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.5	4.75	-16	27	45	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.2	4.16	-54	-140	-167	
COLGLA29	ene-29	5.38	2.0	6.15	3			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.1	6.12	1	100	119	
COLGLA30	ene-30	3.00	2.9	6.26	-7	53	83	
COLGLB30	abr-30	7.38	2.9	6.31	-16	48	85	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.4	7.12	-6			
COLGLB31	abr-31	3.13	3.9	6.63	-7	56	93	
COLGLB32	abr-32	3.25	4.7	6.86	-13	60	93	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.4	6.53	-13	16	41	
COLGLBA33	abr-33	8.00	4.8	7.09	-9	45	90	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.2	7.23	-2	46	82	
COLGLB35	abr-35	8.50	5.8	7.26	-3	30	69	
COLGLA35	nov-35	8.00	5.9	7.36	6	33	72	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.4	7.43	-3	29	67	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.2	7.51	-1	38	73	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.4	7.68	-3	30	67	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.7	7.42	-4	-1	44	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.5	7.81	2	26	62	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.3	7.80	-2	11	61	
COLGLB49	may-49	5.20	11.0	7.78	-2	17	53	
COLGLB51	may-51	4.13	12.1	7.52	1	3	53	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.0	8.04	10	21	61	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.2	7.99	3	16	55	
COLGLB61	feb-61	3.88	13.2	7.34	0	15	66	

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	4.66	-16	63	81	
COLGLA30	nov-30	4.50	3.4	6.26	-7	53	83	
COLGLA32	sep-32	5.00	4.9	5.80	-17	8	49	
COLGLA34	nov-34	5.75	5.9	6.25	-11	7		
COLGLA36	feb-36	5.63	6.7	6.48	-8	1	38	
COLGLA38	nov-38	6.50	7.7	6.68	-5	-19		

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.