

Deuda pública
Mercado de TES

¡Urge el ajuste!

Noviembre 27 de 2026

Autores:

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

David S. Vargas
Profesional Universitario
santiago.vargas@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 la deuda pública de mercados desarrollados mostraron reducciones significativas en noviembre, desde máximos multidécadas alcanzados en octubre. La principal causa de este comportamiento fue el significativo aumento en los niveles de aversión al riesgo global, que empujaron la demanda por activos de refugio. Consecuencia de este entorno, las tasas de los bonos soberanos de LATAM se incrementaron y la percepción de riesgo-país en la región sufrió un deterioro importante, siendo Colombia la más castigada.

Los TES registraron desvalorizaciones significativas en noviembre y el nivel de la curva se mantiene arriba de 13%. Además de las presiones del contexto externo, la incertidumbre fiscal alrededor del trámite de la Ley de Rescate Económico en el Congreso se ha incrementado sustancialmente y la magnitud del ajuste que aprobaría el legislativo podría ser no solamente inferior a lo inicialmente propuesto por el Gobierno, sino también insuficiente. Con cifras oficiales, el déficit fiscal acumulado en 2026 hasta septiembre asciende a 4.7% del PIB, superior en 0.7 p.p. al desbalance del mismo periodo de 2025.

Con el objetivo de priorizar el financiamiento programado para 2026 y acelerar el ritmo de colocaciones de TES, Crédito Público aplazó sus canjes previstos en noviembre para 1T27 y reactivó la cláusula de sobreadjudicación al 100% que había sido suspendida en septiembre. Para diciembre existe un remanente de COP 9.3 billones de desembolsos internos frente a la meta del plan financiero, algo que muy seguramente será colocado en su totalidad a través de subastas.

La posición de liquidez en COP del Gobierno mejoró sustancialmente gracias a las ventas directas de USD que la Nación realizó al BanRep y al mayor ritmo de colocaciones de TES. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y la demanda de los inversionistas en el mercado primario se fortaleció. A pesar del deterioro en la percepción de riesgo-país, el apetito por TES de los inversionistas extranjeros se mantuvo elevado en noviembre.

Nuestras estimaciones sugieren una razón de deuda bruta a PIB aumentando hasta 61.6% entre octubre y noviembre. Descontando activos líquidos y la posición de caja en COP, la deuda neta habría hecho lo propio hasta 57.3% del PIB, aunque todavía por debajo de la meta de 59.7% del Gobierno. La participación de la deuda interna sobre el total de la deuda se redujo levemente hasta 78%, mientras que la de la deuda externa aumentó a niveles de 22%.

Contexto internacional

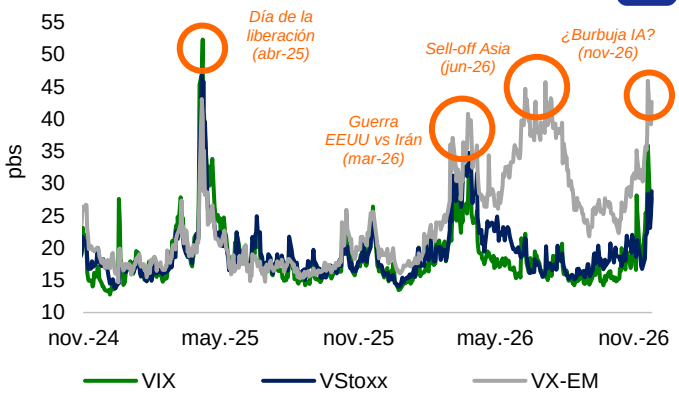
Las tasas de interés de la deuda pública de mercados desarrollados mostraron reducciones significativas en noviembre, desde los máximos multi-décadas alcanzados en octubre. Parte de este comportamiento ha venido acompañado de una corrección a la baja en los precios del petróleo, que han retrocedido hasta niveles por debajo de 100 dólares por barril (dpb) y aliviado las presiones sobre los rendimientos reales vía ajuste en las expectativas de inflación.

No obstante, la principal causa de este comportamiento de los bonos soberanos está asociada a una mayor demanda por activos seguros y/o de refugio. Los niveles de aversión al riesgo a nivel mundial aumentaron a máximos no vistos desde marzo pasado, algo que se sustenta por unas continuas y crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad del auge de la IA. Este efecto ha sido particularmente fuerte en los mercados emergentes (EM), particularmente en los asiáticos, donde la volatilidad implícita de los activos financieros ha superado sistemáticamente la observada en EEUU y Europa en los últimos 7 meses (Gráfico 1).

En EEUU, la inflación continúa viajando muy por encima de la meta de 2% de la Fed y el PIB creció en 3T26 a una tasa trimestre anualizada (t/a) de 4.3%, la más de los últimos 3 años, explicada en gran medida por un sobresaliente crecimiento de 22.4% t/a de la inversión. Fuera de la distorsión generada por el aumento en la aversión al riesgo, lo anterior ha hecho que las expectativas de tasas de interés de la Fed, implícitas en el mercado monetario, estén descontando un incremento de 25 pbs en diciembre, algo que contrasta con la estabilidad que anticipaban apenas un mes atrás.

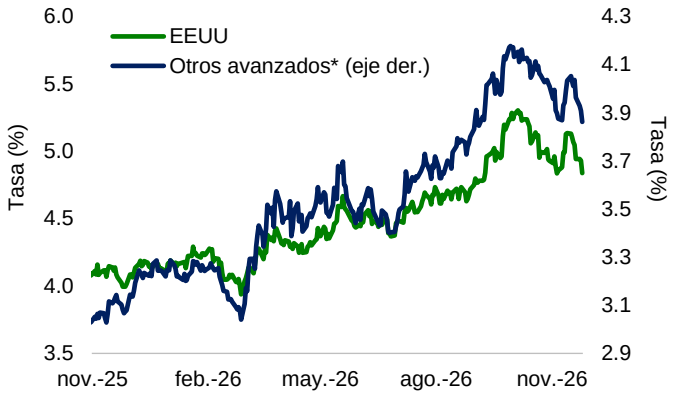
Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años, disminuyeron hasta niveles de 4.8%, desde los máximos de 5.3% que rozaron el mes anterior (Gráfico 2). Las tasas de interés de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron el mismo comportamiento de los Tesoros durante el último mes. Sin embargo, estas tasas de interés permanecen históricamente elevadas ante la persistencia de riesgos inflacionarios globales y fiscales en economías avanzadas.

Principales medidas de aversión al riesgo global **1**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bonos a 10 años en mercados desarrollados **2**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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 permaneció relativamente estable frente al promedio de octubre, aunque persiste por encima de su promedio del último año (Gráfico 3). La prima de riesgo a término en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados volvió a caer en el último mes, con excepción de Francia donde la presión fiscal ha sido una de las más altas de mercados desarrollados (Gráfico 4).

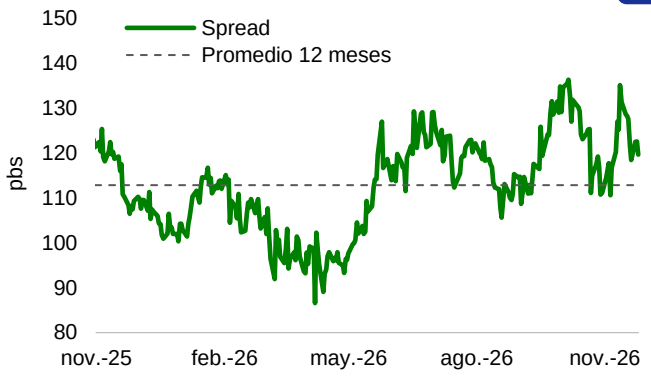
En LATAM, los principales bancos centrales siguen tomando decisiones divergentes en materia de tasas de política monetaria. Mientras que en Brasil, Chile y Colombia las tasas de referencia permanecieron inalteradas, en México descendieron 25 pbs en un entorno de estabilidad en la inflación, mientras que en Perú aumentaron 25 pbs por el reciente repunte que han tenido los precios.

En línea con un contexto global de mayor aversión al riesgo, las primas de riesgo-país de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) registraron fuertes incrementos en noviembre (Gráfico 5). Los CDS a 5 años de Colombia fueron los que más aumentaron en la región hasta niveles de 196 pbs, máximos no vistos desde mayo pasado, exacerbados además por presiones fiscales locales.

De esta forma, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de LA5, en el balance, registraron incrementos en el último mes. Allí se destaca la fuerte volatilidad en los rendimientos del bono soberano de Brasil tras los sorpresivos resultados de las recientes elecciones presidenciales (Gráfico 5). Las tasas de los bonos a 10 años en Brasil se treparon una vez más por encima de niveles de 15%.

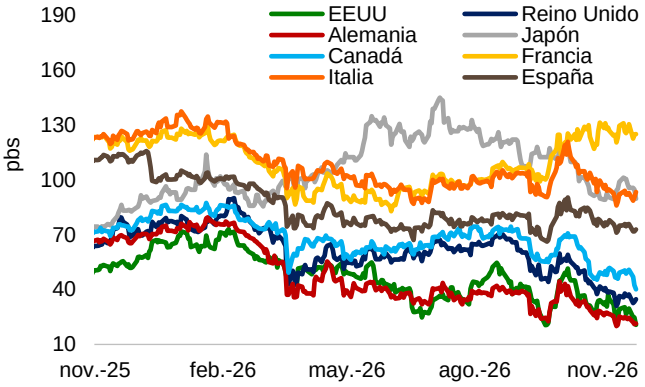
En este entorno, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, volvieron a registrar reversiones en octubre y constituyeron la salida más fuerte desde el pasado mes de marzo. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las salidas netas fueron por USD 19,500 millones, concentradas en acciones con egresos netos de USD 26,700 millones. Los inversionistas compraron USD 7,200 millones en títulos de deuda EM, pero es una demanda que sigue siendo marcadamente inferior a la observada hasta mediados de año (Gráfico 7).

Diferencial de tasas EEUU-OAV deuda pública* **3**



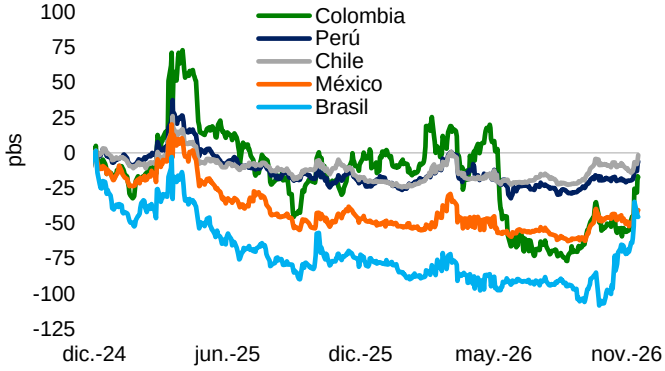
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública **4**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Evolución de los CDS a 5 años en LATAM** **5**



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

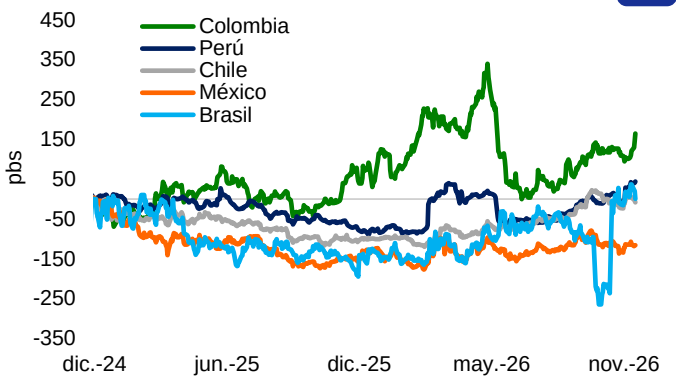
Por regiones, las compras de bonos de Asia sin China fueron de USD 9,000 millones y sustentan en su totalidad el flujo agregado regional del último mes. En el resto del mundo EM, los inversionistas no residentes liquidaron posiciones conjuntas por USD 1,800 millones, siendo la deuda de LATAM la menos apetecida con ventas de USD 1,300 millones.

En el acumulado del año, debido a las fuertes tensiones geopolíticas globales que han presionado al alza la inflación, el endurecimiento monetario global y el aumento significativo de la aversión al riesgo desde junio-julio, la demanda extranjera por bonos EM (sin China) asciende a USD 350,300 millones, por debajo de las compras netas de USD 355,200 millones efectuadas durante el mismo periodo de 2025. La región que más está concentrando estos flujos de entrada hacia bonos EM es Asia sin China (USD 156,600 millones), mientras que la región que menos ha atraído flujos en el año ha sido LATAM (USD 56,600 millones).

La 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.

*Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5**

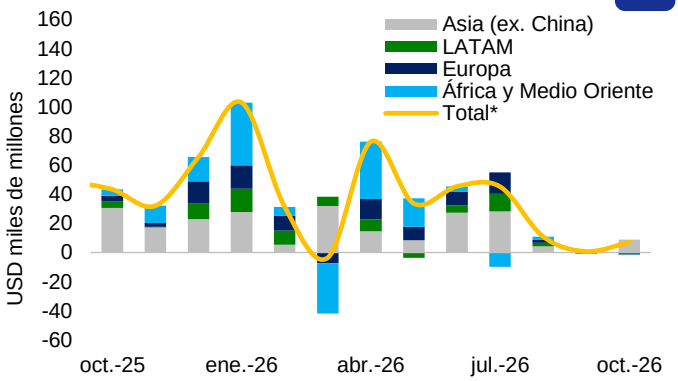
6



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

Compras netas de no residentes en renta fija EM

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Inversión de cartera hacia títulos de deuda excluyendo a China.

Mercado local

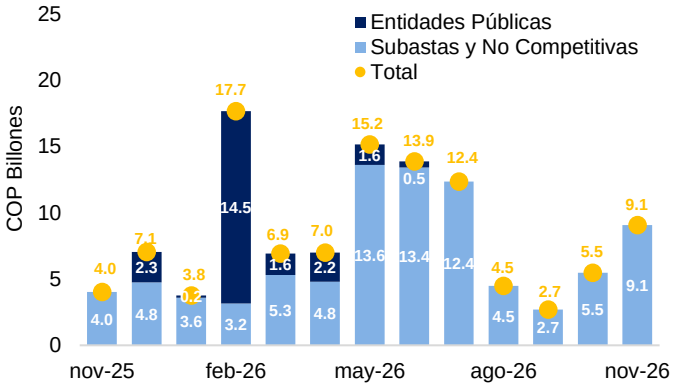
En medio de un fuerte incremento en los niveles de aversión al riesgo global y un consecuente menor apetito de inversionistas extranjeros por títulos locales, los TES registraron desvalorizaciones importantes en noviembre. Otra parte de este comportamiento se sustentó en una mayor incertidumbre fiscal, pues el ajuste requerido para reducir el abultado déficit de la Nación, a través de una Ley de Rescate Económico (LRE), se ha venido complicando durante su trámite en el Congreso. De hecho, la magnitud del ajuste en la LRE que aprobaría el legislativo podría ser no solamente inferior a lo inicialmente propuesto por el Gobierno, sino también insuficiente.

Según las propias cifras del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), con corte al mes de septiembre el déficit fiscal total del Gobierno Nacional Central (GNC) acumula un desbalance de 4.7% del PIB, muy superior al 4% del PIB del mismo periodo de 2025. Como se había anticipado, teniendo en cuenta que el déficit primario acumulado es de 1.9% del PIB y es similar a los registros del año pasado, este incremento del déficit total se explica en su conjunto por un fuerte aumento de 0.7 p.p. del PIB en el pago de intereses del servicio de deuda (COP 17 billones).

Luego de los dos canjes de TES realizados en octubre por cerca de COP 30 billones, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) aplazó sus Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) previstas en noviembre para 1T27. Ante el bajo ritmo de colocaciones en el mercado primario durante los últimos meses, y con el objetivo de priorizar las emisiones para cumplir con la meta de financiamiento de 2026 (COP 85.7 billones), la DGCP volvió a modificar los parámetros de las subastas y reactivó la cláusula de sobreadjudicación al 100% que había sido suspendida en septiembre (ver “Afectaciones locales y externas” en IMDP – Septiembre de 2026). La medida logró acelerar las colocaciones de TES hasta niveles no vistos desde julio (Gráfico 8), en medio de una fuerte demanda por parte de los inversionistas.

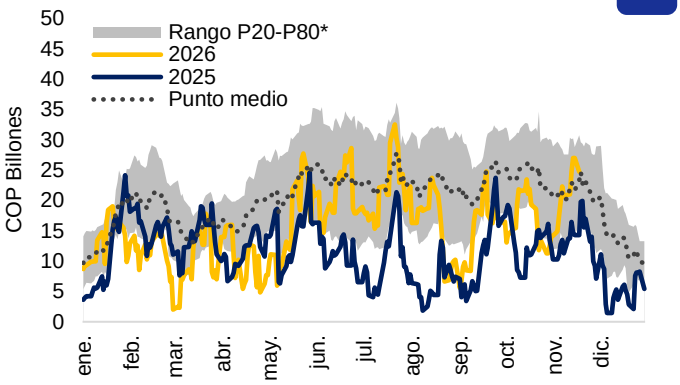
Con este aumento en las emisiones de TES, sumados los recursos por USD 2,000 millones que la Nación monetizó directamente con BanRep tras la exitosa colocación de bonos Globales de octubre en los mercados externos (ver

Colocaciones de TES en el mercado primario **8**



Fuente: MHCP. 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.

"A la primera agua de octubre, siembra y cubre" en IMDP – Octubre de 2026), la posición de caja en COP del Gobierno habría aumentado sustancialmente en noviembre, desde los niveles de COP 15.2 billones de octubre. En efecto, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep aumentó hasta COP 24.7 billones al corte de la semana que finalizó el 20 de noviembre, niveles muy superiores a los registros de noviembre del año anterior y en línea con el promedio de COP 25 billones para esta época del año, según sus puntos de referencia históricos (Gráfico 9).

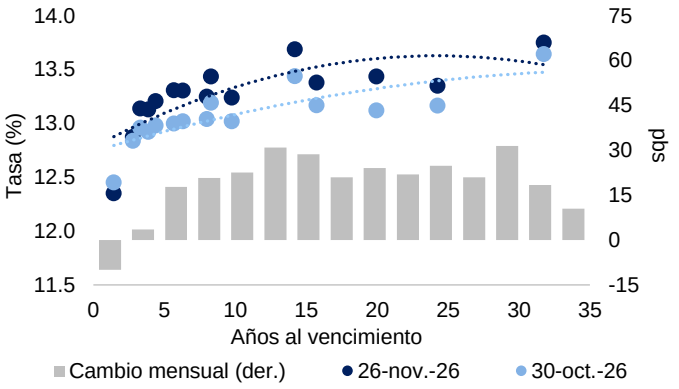
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP volvió a superar la barrera de 13% y aumentó 20 pbs frente al cierre de octubre. Una vez más, las mayores desvalorizaciones se concentraron en los TES del tramo medio de la curva (Gráfico 10), donde la oferta de papel ha sido la que más ha aumentado este año. La prima a término en la curva de TES COP sigue positiva y aumentó hasta niveles de 90 pbs, máximos desde finales de 2025 (Gráfico 11).

El tramo corto de la curva registró reducciones de 3 pbs en promedio, en parte favorecido por una inflación inferior a la prevista en los últimos meses y unas consecuentes menores expectativas de incrementos de tasas BanRep. Allí sobresalen los rendimientos de los TES2028 con una reducción de 10 pbs hasta 12.35%. Este comportamiento ha sido consistente con las reducciones de otras tasas de interés de corto plazo en el mercado, especialmente el IBR a 12 meses que lo hizo hasta 12.4% (Gráfico 12).

En el nodo del tramo medio de la curva TES COP se registraron incrementos promedio de 23 pbs en las tasas de interés, donde sobresalen los TES2032 con un aumento de 31 pbs en sus rendimientos hasta 13.31%. Los TES COP del tramo más largo (vencimientos superiores a 10 años) mostraron incrementos promedio de 22 pbs en el último mes, destacándose el aumento de 32 pbs en los rendimientos de los TES2046 hasta 13.44%.

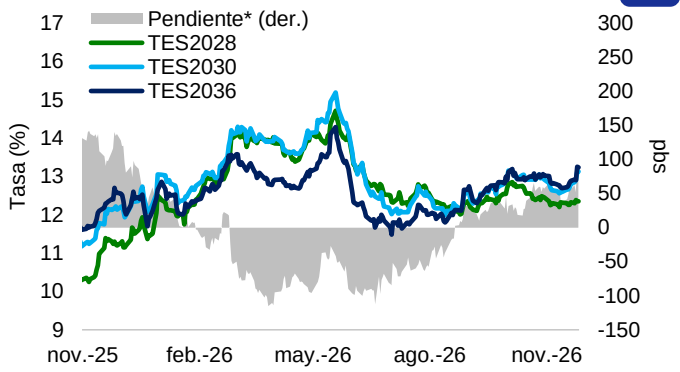
La curva de rendimientos TES UVR también tuvo un desplazamiento al alza de 25 pbs en promedio durante el último mes. Los rendimientos del tramo corto mostraron aumentos promedio de 39 pbs, el más fuerte por tramos, donde se destacan los TESUVR2029 cuyas tasas de interés se incrementaron hasta 6.38% (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo medio y largo de la curva

Evolución reciente de la curva TES COP **10**



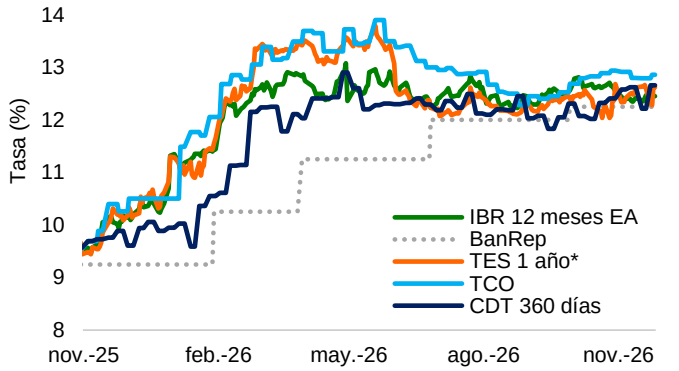
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

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.

mostraron incrementos promedio de 13 y 26 pbs, respectivamente.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió levemente en noviembre hasta 6.69%. Sin embargo, las inflaciones implícitas a 1 año siguen aumentando y superando con creces las inflaciones implícitas a 5 y 10 años. En todos sus distintos plazos, estas medidas de valoración relativa muestran unas expectativas de inflación en el mercado de TES muy por encima de la meta de 3% de BanRep (Gráfico 14).

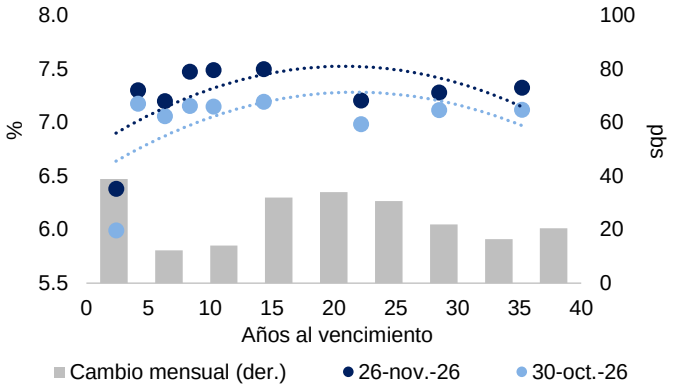
El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 3.6 billones en noviembre, superior a los volúmenes registrados en octubre y a los COP 2.6 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2031 y TES2042, con una participación conjunta del 59% del volumen total. Por su parte, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2033 con una participación muy elevada del 82%.

El ritmo de colocaciones de TES en noviembre se aceleró frente a meses previos, en línea con el objetivo de la DGCP. De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos para 2026, en el acumulado del año las colocaciones ascienden a COP 78 billones, lo que representa un cumplimiento de 91% frente a la meta de COP 85.7 billones anunciada en la reciente actualización del plan financiero. Este cumplimiento supera el 80.8% del mismo periodo de 2025 y también el promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 56.1 billones, repartidas en COP 39.9 billones de TES COP y COP 16.2 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas aumentaron levemente hasta COP 21.8 billones. 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.

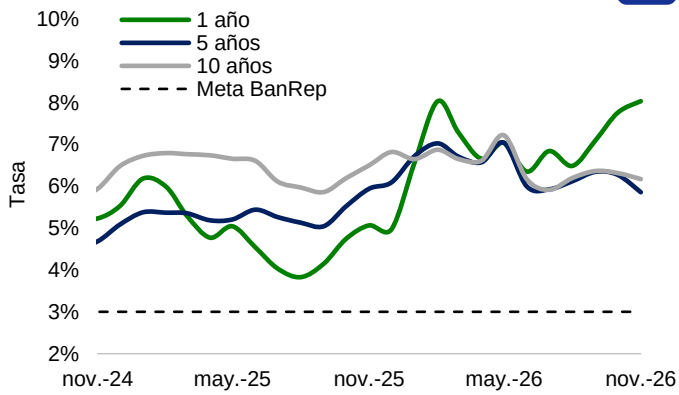
En este entorno, las tasas de corte de las subastas de TES COP aumentaron hasta 13.24%, las más altas desde el pasado mes de mayo y con un *bid-to-cover* que aumentó hasta 5.2 veces como consecuencia de las

Evolución reciente de la curva TES UVR **13**



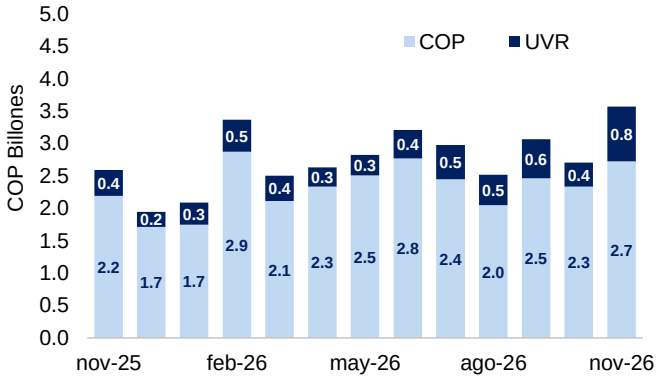
Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES **14**



Fuente: Bloomberg y BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN **15**



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

recientes medidas de la DGCP. Las tasas de los TES UVR también se incrementaron hasta 7.14%, máximos no vistos desde 2023, al tiempo que el *bid-to-cover* aumentó hasta 4.2 veces (Gráfico 17).

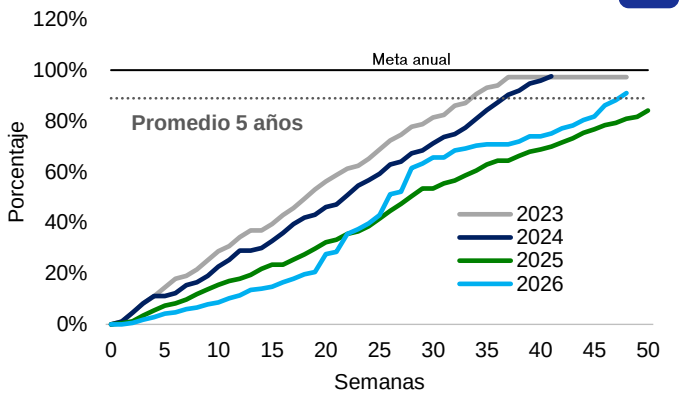
En las subastas de TCO, el monto colocado al corte de noviembre ascendió hasta COP 38.5 billones, por debajo del cupo legal definido para este año de COP 67 billones. En línea con lo anterior, las tasas de corte de los TCO en el mercado primario siguen descendiendo y el promedio del último mes se situó en 12.84%, con un *bid-to-cover* promedio que aumentó hasta 3.1 veces.

De esta forma, las colocaciones internas totales ascienden en 2026 a un acumulado de COP 98.5 billones, es decir, el 91.34% de la meta de COP 107.8 billones (excluyendo los bonos verdes) definida para este año (Gráfico 18). Esto deja un remanente de COP 9.3 billones aún por colocar, de los cuáles COP 7.7 billones irían por subastas y los restantes COP 1.6 billones a través de convenidas con entidades públicas. Ante el gran apetito de los inversionistas institucionales por TES y los ajustes en los parámetros de las subastas anunciados por Crédito Público, es muy probable que la totalidad de estos recursos termine siendo colocada mediante subastas.

Los datos consolidados a octubre del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC) mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,200 billones. Como porcentaje del PIB nominal, este saldo de la deuda pública total se situó en 61.3%, inferior al 64.5% del mismo mes de 2025. El saldo de la deuda interna bruta se ubicó en 47.9% del PIB, un nuevo máximo histórico. Las principales fuentes de financiamiento interno del GNC este año siguen siendo TES de largo plazo, en contraste con la dinámica del financiamiento de corto plazo (Gráfico 19).

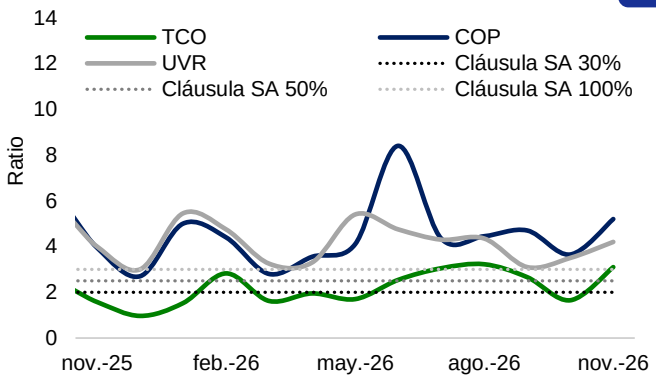
Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta aumentó hasta 13.4% del PIB relativo al mes de septiembre, pero sigue siendo significativamente inferior al 20.1% de octubre de 2025. Lo anterior continúa atado en su totalidad a la fuerte apreciación del COP en 2026, las recompras de bonos externos de principios de año y la cancelación del *Total Return Swap* (TRS) con la banca privada externa.

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.

De esta forma, la participación de la deuda pública externa sobre la deuda total se ubicó en 21.8%, mientras que la de la deuda interna se sitúa en 78.2%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de octubre y noviembre, habría alcanzado niveles de 61.3% y 61.9%, respectivamente. Descontando activos financieros líquidos constitutivos para operaciones de Tesorería y la posición de caja en COP, la deuda neta se habría ubicado en 57.1% y 57.4% del PIB para los mismos meses, en ese orden. Dichos niveles se sitúan por debajo de la meta de 59.7% definida en la última actualización del plan financiero de 2026.

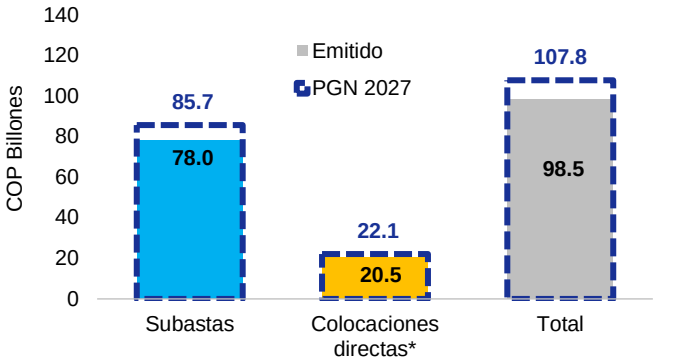
Las cifras de tenedores de TES de octubre, publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), mostraron un incremento de COP 6.5 billones frente al mes previo, inferior al promedio de COP 9.2 billones de 3T26. Excluyendo a *policy makers* (BanRep y MHCP), las tenencias de los inversionistas aumentaron COP 8.5 billones.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, compraron solo COP 1.4 billones, su menor demanda en todo 2026. De esta forma, las AFP completaron 10 meses consecutivos como compradores netos de TES y su participación sobre el saldo total se sitúa en 31.5%. Los bancos comerciales llevan 3 meses consecutivos reduciendo posiciones y vendieron COP 2.4 billones en octubre, con lo cual su participación sobre el saldo total de TES se redujo hasta 14.2%. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.4 billones, llevando su participación a un máximo histórico de 12.3%.

Por su parte, el MHCP vendió COP 2 billones de su portafolio de TES y redujo su saldo hasta COP 4 billones. Esto obedeció, directamente, a las OMD realizadas en octubre y a las presiones de caja que por ese mes teníala DGCP. BanRep no realizó compras ni ventas definitivas de TES durante el último mes.

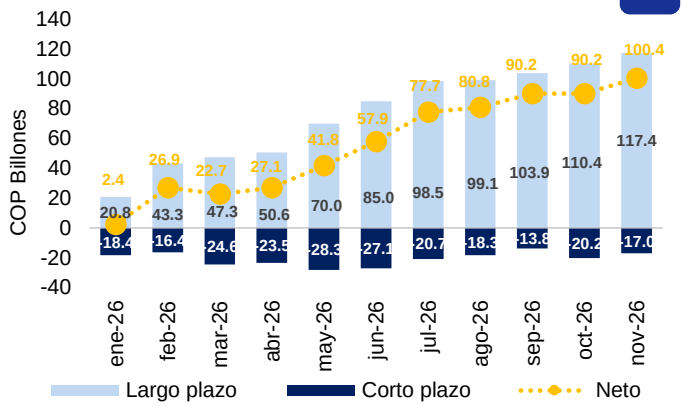
Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) volvieron a ser compradores netos e incrementaron significativamente sus tenencias en COP 10.2 billones, aprovechando el repunte de las tasas locales. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES aumentó hasta 19.8% y continúan en el segundo lugar del ranking de mayores tenedores de TES. De acuerdo con cifras de la

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.

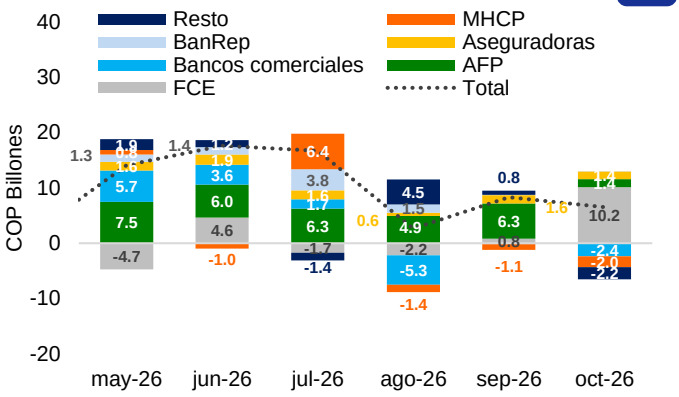
Contraloría General de la República, estas compras estuvieron impulsadas principalmente por bancos comerciales extranjeros y fondos mutuos (COP 8.6 billones en conjunto).

Pese a lo anterior, en lo corrido de año los FCE acumulan ventas por COP 2.5 billones, en su totalidad explicadas por el efecto contable del cierre del TRS. De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en noviembre los FCE habría aumentado sus tenencias en COP 4.3 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 416 millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez aumentaron en noviembre, en línea con el mayor ritmo de colocaciones de TES. La demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 18.3 billones, la más alta desde el pasado mes de agosto, aunque inferior frente a la demanda de COP 20.2 billones del mismo mes de 2025. El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en promedio en COP 11.2 billones y su utilización aumentó hasta 48%, desde los niveles de 34% del mes anterior. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 22% del cupo total, el más alto desde agosto. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se incrementó hasta COP 7.6 billones.

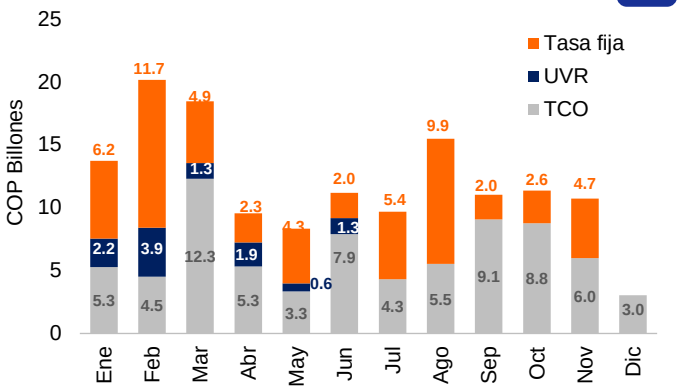
Para diciembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 3 billones asociada al pago de vencimientos de TCO por COP 3 billones, la más baja del año (Gráfico 21). No obstante, dada la estacionalidad del periodo de fin de año, las condiciones de liquidez en el sistema tienden a suavizarse.

Cambio mensual en las 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 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 se ha mantenido cercana a niveles de 6.6% y permanece por encima de la tasa promedio muestral de 2.77%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 76 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 ubica cerca de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil, países que presentan condiciones similares en términos de rentabilidad y prima de riesgo.

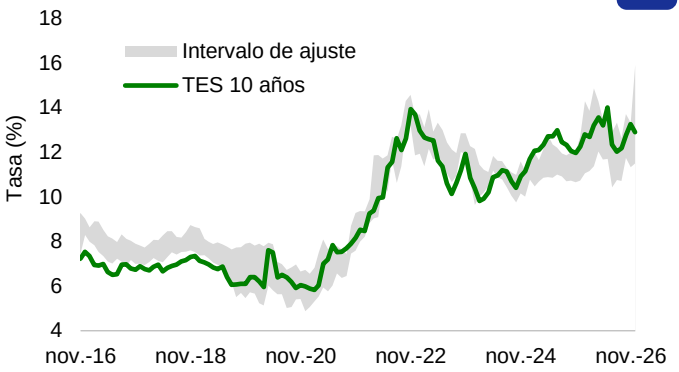
Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2027 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra continúa lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 7.5%, y se mantienen por encima de la media muestral de 4.1%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 0.67 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 TES2031, TES2033 y TES2040, con un espacio de valorización de hasta 21 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 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 27 pbs.

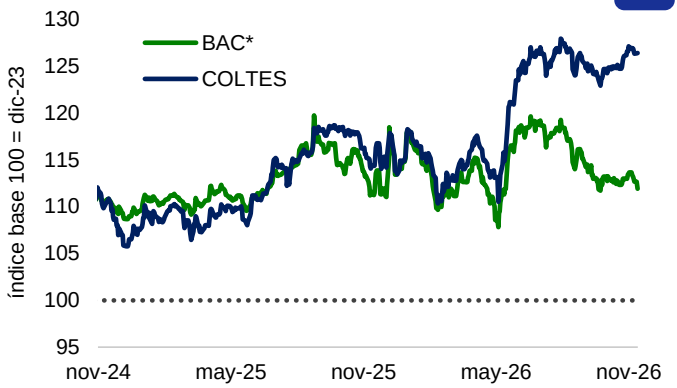
Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media señalan que el mayor atractivo se concentra en el tramo medio. En la frontera de eficiencia-

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 de índices de referencia de los TES **23**



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

duración se destacan los TESUSD2030, TESUSD2031 y TESUSD2032 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 39 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 13.3% (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 30 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 -0.3% en noviembre. Este retorno presentó un peor desempeño frente al 1.34% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC aumentó ligeramente desde 2.2% en octubre hasta 2.35% en noviembre (Gráfico 23).

La optimización de la curva TES COP sugiere una mayor exposición a títulos del tramo corto y medio. Allí se destacan los TES2028 (35%) y TES2030 (17%). En el tramo largo de la curva, nuestro ejercicio de optimización de cartera también sugiere una mayor ponderación a TES2058 (18%).

Expectativas de corto plazo

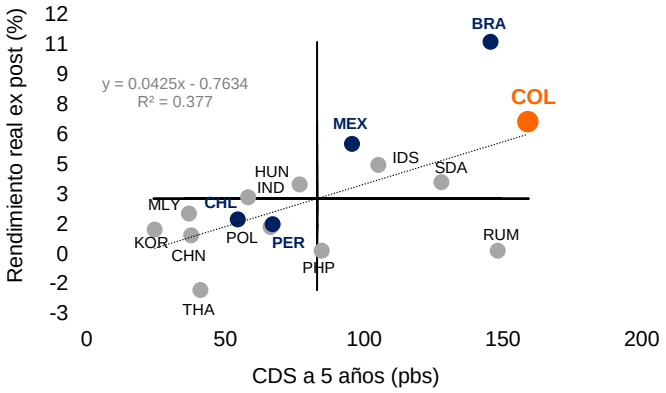
Teniendo en cuenta que el comportamiento divergente entre las tasas de interés de la deuda de mercados desarrollados y emergentes fue motivado por el aumento en los niveles de aversión al riesgo, es de esperar que en la mayoría de los casos retomen los niveles previos a este choque. Dicho ajuste sería en magnitud inferior para los bonos EM, dada la menor demanda de los inversionistas. **En el caso particular de los Tesoros a 10 años, esperamos un rebote hacia niveles de cierre de año de 5.2%**. Los fundamentales de la economía de EEUU seguirán presionando al alza los rendimientos de estos bonos, pero ahora consideramos menos probable que alcancen los niveles de estrés de 6% que previamente anticipábamos hacia la primera mitad de 2027.

Localmente, ante la baja probabilidad de que la magnitud del ajuste fiscal para el próximo año sea cercana al 2% del PIB que proponía la versión original de la LRE, las negociones con los partidos políticos, antes de finalizar el primer periodo de sesiones ordinarias de la actual legislatura (16 de diciembre), marcarán la tendencia del mercado para lo que resta de año. Ciertamente, además de las fuentes de financiamiento externo que se han anunciado para evitar una presión sobre las emisiones de TES, las exigencias sobre las OMD para generar ahorros en 2027 seguirán siendo muy altas.

El reciente recorte por COP 13.8 billones del Presupuesto General de la Nación (PGN) de este año (0.7% del PIB), luce insuficiente para lograr la meta de 7.2% del PIB de déficit fiscal que se propuso el Gobierno en su última actualización del plan financiero 2026. Sin embargo, en nuestra opinión, este escenario ya estaría altamente descontado dado el reciente movimiento en las tasas de interés de los TES y la prima de riesgo-país.

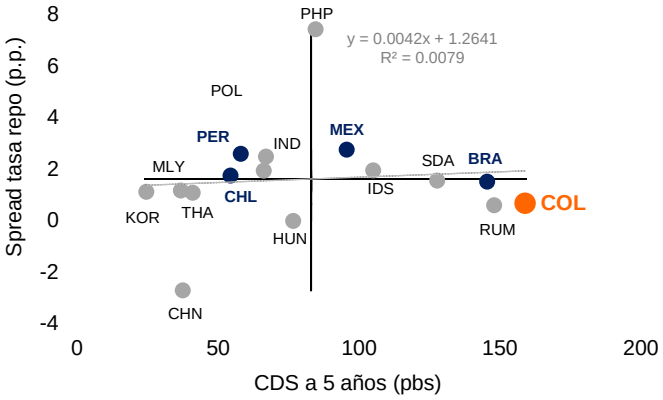
Bajo este contexto, **estimamos niveles de cierre de año en 13.5% para los TES COP de largo plazo**. Seguimos advirtiendo que esta presión alcista, desde el frente externo y local, persistiría al menos hasta 1T27 y episodios de volatilidad podrían hacer que la curva se estrese hacia niveles de 14%. Esta perspectiva es consistente con un pico inflacionario alrededor de 7% durante la primera mitad de 2027 y estabilidad de tasas BanRep en 12.25%.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



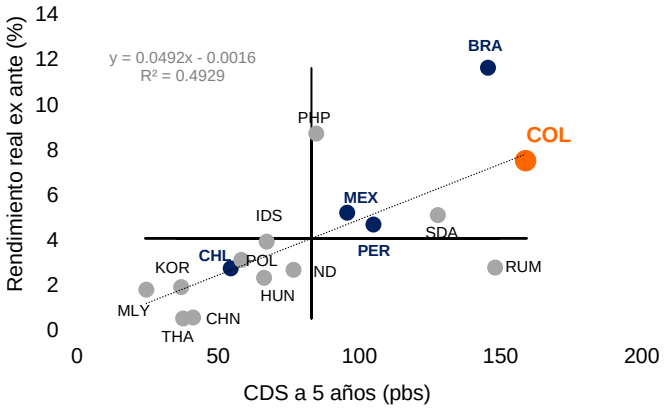
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



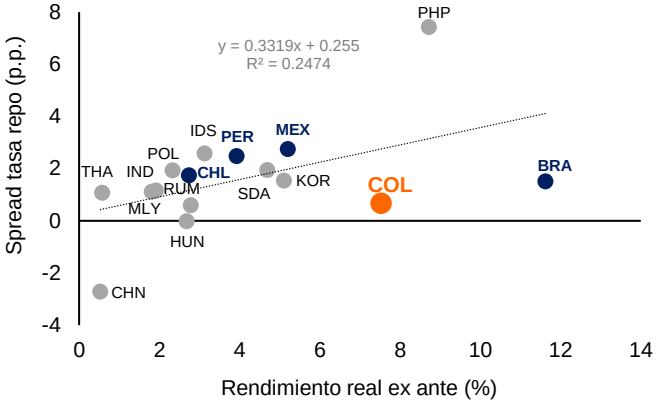
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



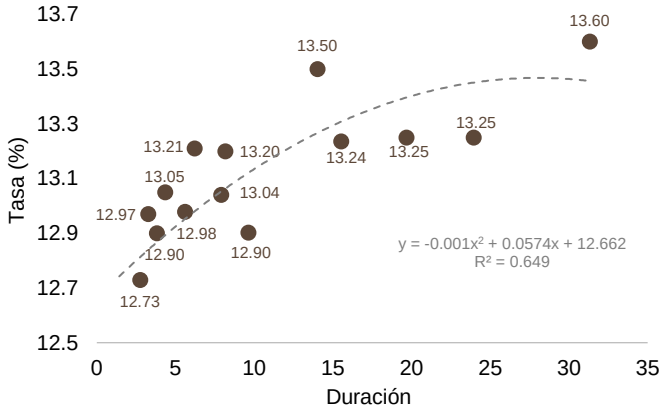
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



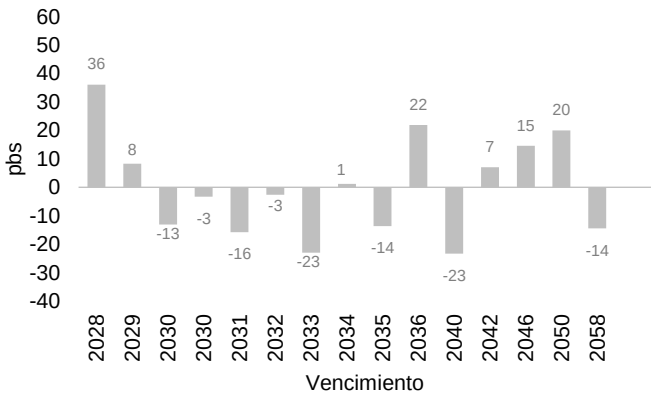
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



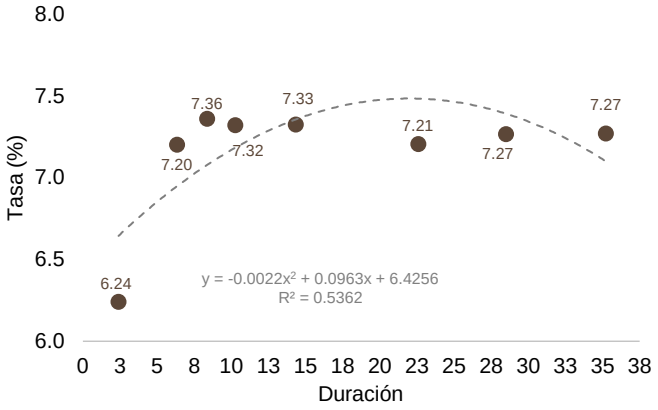
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



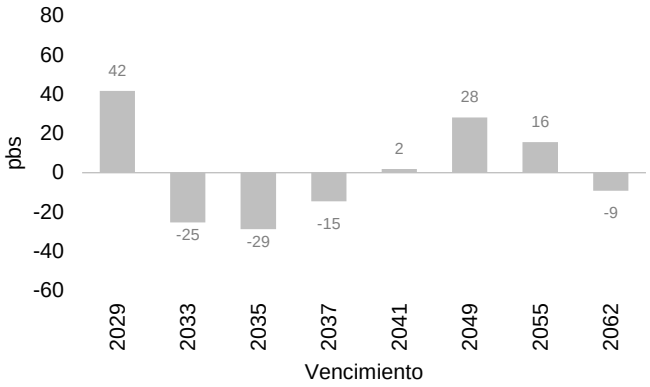
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



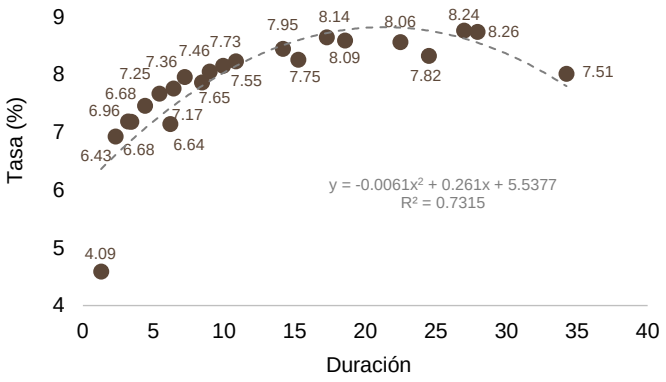
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



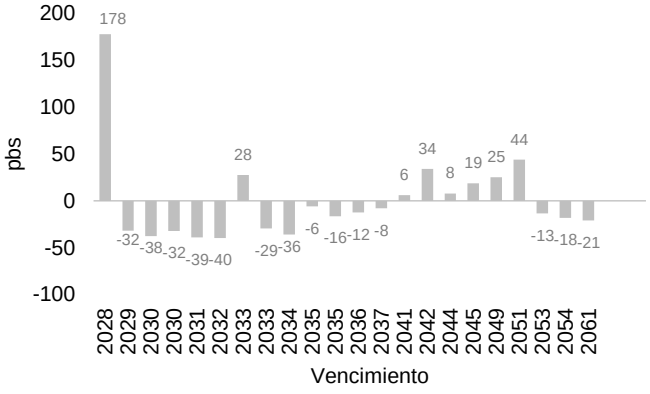
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	11.33	125	-9	73	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.2	12.38	0	-12	108	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.2	12.73	-15	-20	77	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.3	12.97	5			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.0	12.90	-1	-15	77	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.2	13.02	4	77	61	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.2	13.05	9	4	85	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.0	12.98	8	6	76	
TFIT11090233	feb-33	13.25	3.7	13.21	29	31	81	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.2	13.04	4	14	64	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.5	13.20	16	10	65	
TFIT16090736	jul-36	6.25	5.9	12.90	-2	25	49	
TFIT16281140	nov-40	12.75	5.5	13.50	27	50	102	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.5	13.24	26	44	80	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.8	13.25	25	18	60	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.7	13.25	23	41	86	
TFIT34130358	mar-58	12.00	6.7	13.60	17	55	91	

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	0.3	4.00	146	-195	-144	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.2	6.24	19	4	4	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.3	7.22	17	67	71	
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.3	7.20	26	75	95	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.3	7.36	41	91	106	
TUVT18250237	feb-37	3.75	7.6	7.32	39	70	102	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.0	7.33	27	84	102	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.3	7.21	21	88	90	
TUVT32160655	may-55	5.25	12.2	7.27	23	72	105	
TUVT38010262	feb-62	6.50	12.1	7.27	21	57	94	

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	0.2	5.63	-38	82	61	
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.4	5.02	24	54	62	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.1	4.09	-11	-148	-99	
COLGLA29	ene-29	5.38	1.9	6.33	15			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.0	6.43	32	130	144	
COLGLA30	ene-30	3.00	2.8	6.68	46	95	112	
COLGLB30	abr-30	7.38	2.8	6.67	38	85	96	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.4	7.36	21			
COLGLB31	abr-31	3.13	3.8	6.95	35	89	100	
COLGLB32	abr-32	3.25	4.6	7.17	28	91	113	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.3	6.75	23	38	62	
COLGLBA33	abr-33	8.00	4.7	7.27	16	63	83	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.1	7.47	22	69	91	
COLGLB35	abr-35	8.50	5.7	7.40	9	43	82	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.3	7.56	18	53	75	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.7	7.65	22	51	63	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.1	7.73	22	60	87	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.3	7.95	24	58	73	
COLGLB42	feb-42	4.13	9.5	7.76	29	32	51	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.3	8.15	31	60	75	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.1	8.09	25	39	76	
COLGLB49	may-49	5.20	10.8	8.06	25	45	64	
COLGLB51	may-51	4.13	11.8	7.82	28	34	52	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.6	8.26	20	42	67	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.7	8.24	22	41	58	
COLGLB61	feb-61	3.88	12.9	7.51	15	32	54	

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	1.7	4.90	20	87	107	
COLGLA30	nov-30	4.50	3.3	6.68	46	95	112	
COLGLA32	sep-32	5.00	4.8	6.16	35	43	72	
COLGLA34	nov-34	5.75	5.8	6.53	31	35	60	
COLGLA36	feb-36	5.63	6.6	6.75	31	29	57	
COLGLA38	nov-38	6.50	7.6	6.97	34	11	37	

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.