Deuda pública
Mercado de TES

Marzo 31 de 2025

¿Turbulencia pasajera?

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 en los mercados de deuda globales aumentaron en el balance durante el último mes, en medio de una persistente incertidumbre fiscal, riesgos inflacionarios y la escalada proteccionista internacional. Las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EEUU, principal activo de refugio a nivel internacional, presentaron incrementos moderados, en parte favorecidas por unas expectativas del mercado que ahora anticipan recortes de tasas de política algo más agresivos en EEUU y por una calibración en el programa de reducción de tenencias de activos de la Fed que alivió el exceso de oferta de Tesoros.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, mostraron relativa estabilidad entre febrero y marzo, a pesar de unos mayores grados de incertidumbre global. Al igual que lo observado en todo 2024, la demanda de estos activos sigue concentrada en títulos de deuda, que continúan ofreciendo rendimientos atractivos y relativamente más seguros en estos mercados, pese a ciertos deterioros en la percepción de riesgo-país.

Localmente, los volúmenes de negociación en el mercado secundario de TES disminuyeron y la demanda de inversionistas en el mercado primario se debilitó. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES, al tiempo que el apetito de los inversionistas extranjeros ha mejorado en lo corrido de 2025. La razón entre deuda interna y PIB continúo en niveles significativamente altos y es de esperar que esta tendencia persista en los próximos meses ante una mayor oferta de títulos en el mercado.

En este entorno, la curva de rendimientos TES COP aumentó significativamente en marzo, principalmente las referencias del tramo de más largo plazo que son las más sensibles a las vulnerabilidades fiscales que enfrenta la economía. Técnicamente, diferentes estimaciones de valor justo sugieren oportunidades de compra interesantes en estos papeles, en particular si se tiene en cuenta la reciente decisión de BanRep de dejar inalterada la tasa de interés de referencia, algo que en principio les resta volatilidad a los mercados en un entorno difícil.

Los TES UVR también mostraron desvalorizaciones importantes, emulando el comportamiento de la curva TES COP. Sin embargo, ante las recientes sorpresas al alza en la inflación observada y su consecuente efecto alcista sobre las expectativas de inflación, es de esperar que los títulos de más corto plazo resulten favorecidos ante una mayor demanda por cobertura contra inflación.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda globales aumentaron en el balance durante el último mes, en medio de una creciente incertidumbre fiscal (presión de gasto militar y defensa en Europa), riesgos inflacionarios y la escalada proteccionista internacional. Las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EEUU, principal activo de refugio a nivel internacional, presentaron incrementos moderados, en parte favorecidos por unas expectativas del mercado que ahora anticipan recortes de tasas de interés de la Fed un poco más agresivos ante los mayores riesgos de una desaceleración en el crecimiento económico.

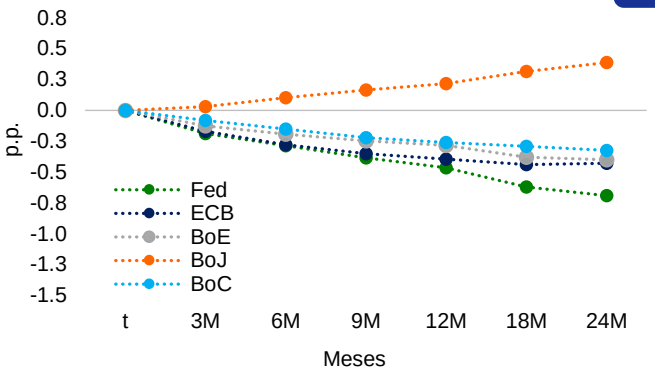
En EEUU, la Fed mantuvo inalterada su tasa de referencia en el rango 4.25% - 4.5% y tampoco hubo cambios en la expectativa de tasa terminal para 2025, algo que estaba ampliamente descontado por el mercado. El tono de cautela de la Fed ante los elevados riesgos inflacionarios que se derivan de las medidas proteccionistas persiste y ha sido ponderado con mayor intensidad frente a los evidentes riesgos que existen sobre el crecimiento del PIB y el desempleo.

La sorpresa de la reunión de la Fed provino del lado de su programa de normalización de tenencias de activos, sobre el cual anunció que moderará las reducciones de tenencias de Tesoros y ha sido otro factor que ha liberado presiones sobre el mercado de deuda de EEUU. En efecto, la Fed comenzará a ralentizar a partir de abril su programa de reducciones mensuales de tenencias de Tesoros desde USD 25,0000 millones hasta USD 5,000 millones, al tiempo que mantendrá el ritmo de disminuciones de tenencias de MBS en USD 35,000 millones.

Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, ahora anticipan tres reducciones mensuales de 25 pbs en 2025, algo que ocurriría presumiblemente durante la segunda mitad del año. En nuestro escenario base, seguimos esperando estabilidad en las tasas de la Fed al menos hasta mediados de 2025 (ver “Una Fed cautelosa” en CE – Diciembre 20 de 2024).

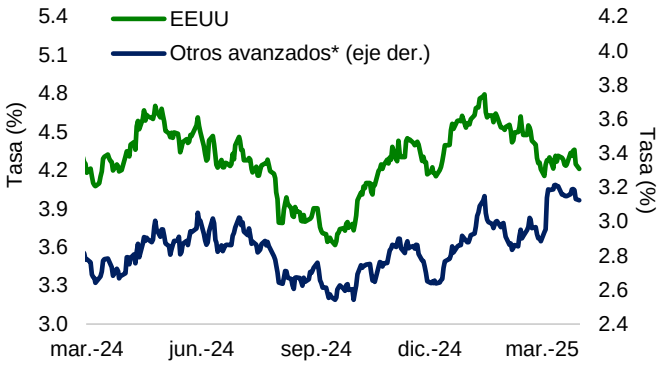
El Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pbs su principal tasa de referencia hasta 2.65% y el mercado

*Trayectorias de tasas de política en avanzados** 1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados 2



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

espera que en sus próximas reuniones siga recortando sus tasas de interés hasta 1.9% hacia finales de año. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) mantuvo inalterada su tasa de interés en 4.5% y se espera un ciclo completo de recortes de 50 pbs para lo que resta de año.

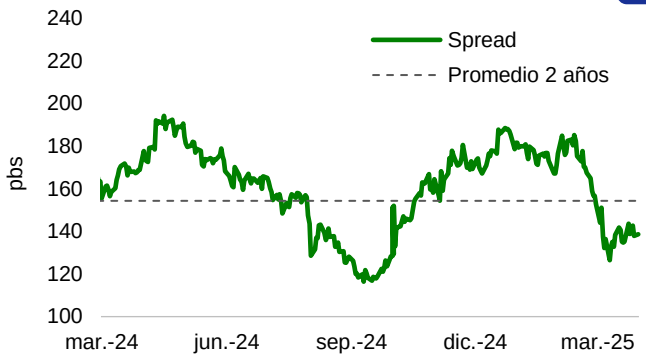
El Banco de Japón (BoJ) también mantuvo inalterada su tasa de intervención en 0.5%, mientras que el Banco de Canadá (BoC) redujo su tasa de referencia en 25 pbs hasta 2.75%. Las expectativas implícitas en los mercados continúan estimando incrementos para los próximos 12 – 24 meses para el caso del BoJ, mientras que para el BoC los mercados anticipan otro recorte de 25 pbs para lo que resta de 2025 (Gráfico 1).

En LATAM, el BC de México redujo en 50 pbs su tasa de interés hasta 9% y se espera que continúen los recortes durante los próximos 12 meses. Por su parte, los BC de Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de intervención en 5% y 4.75%, respectivamente. La excepción sigue siendo el BC de Brasil, el cual nuevamente incrementó su tasa de referencia en 100 pbs hasta 14.25% y se anticipa que continúe endureciendo su ciclo monetario ante los crecientes riesgos fiscales-inflacionarios de su economía.

En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU se incrementaron levemente en marzo hasta niveles del orden de 4.3% (Gráfico 2). Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados representativos también registraron movimientos alcistas en promedio, aunque en una magnitud superior frente a la de los Tesoros. Sobresale el aumento de 36 pbs de las tasas de interés de los bonos de 10 años de Alemania, los cuales alcanzaron niveles máximos desde finales de 2023, presionadas por una política fiscal expansiva que busca aumentar el gasto militar y flexibilizar los límites de endeudamiento público.

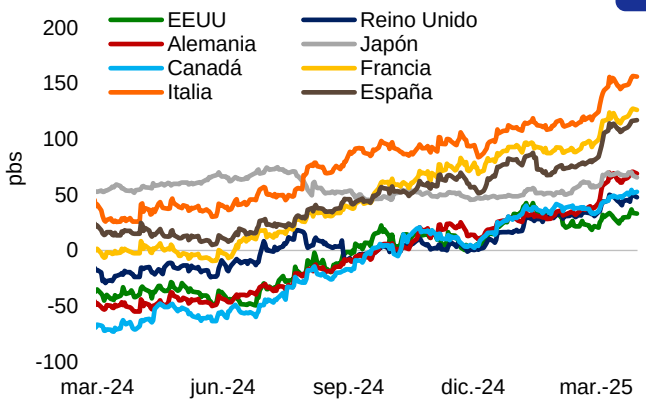
El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas, cayó a mínimos no vistos desde septiembre de 2024 y se mantiene por debajo de su promedio de 2 años (Gráfico 3). Asimismo, el empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados se acentuó en el último mes y registró máximos desde finales de 2021 (Gráfico 4), consistente con las continuas presiones fiscales y lenta

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



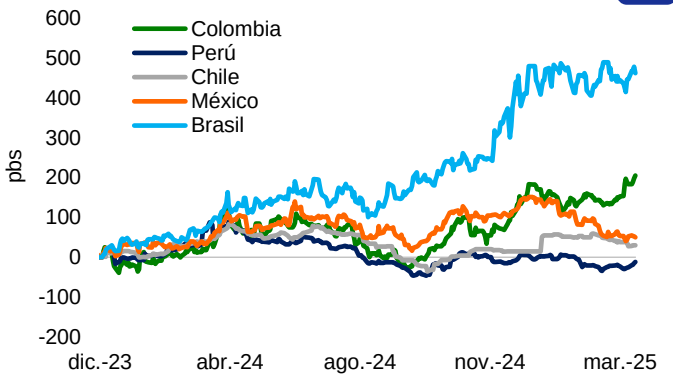
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

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 2023.

flexibilización de política monetaria de las economías desarrolladas.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM no fueron ajenas al contexto internacional y también aumentaron, aunque en magnitudes más modestas frente a lo observado en la deuda soberana de mercados desarrolados (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) ascendieron 9 pbs. Lo anterior fue consistente con un aumento en la prima de riesgo-país de los países de LA5, la cual se incrementó en promedio 11 pbs mensuales y permanece por encima de los registros del año pasado (Gráfico 6).

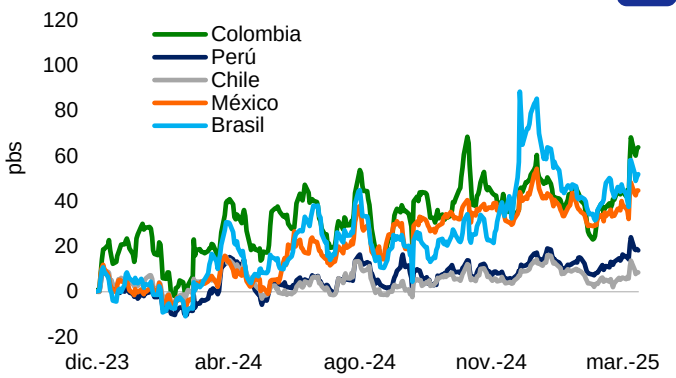
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron en febrero nueve meses consecutivos en terreno positivo. La información preliminar de 1T25 da cuenta de una leve desaceleración de estos flujos frente a lo visto en 4T24, en línea con una mayor incertidumbre global ante el nerviosismo que suscitan las medidas arancelarias impuestas por EEUU (ver "Reconexión de los fundamentos" en IMC – Febrero de 2025). En efecto, según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la entrada de flujos en febrero fue por USD 19,800 millones, por debajo del promedio mensual de USD 36,800 millones de 4T24.

Por clase de activos, las compras de febrero volvieron a estar concentradas en títulos deuda, que alcanzaron máximos desde noviembre de 2024 con un flujo mensual de USD 33,200 millones, mientras que USD 13,300 millones fueron ventas de participaciones de capital (Gráfico 7). Pese a lo anterior, la información preliminar de marzo de EPFR da cuenta de ventas netas en bonos y acciones, en línea con un menor apetito por activos de mayor riesgo.

A pesar de lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos sugieren una demanda de activos EM en marzo que habría sido similar a la de febrero. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por algo menos de USD 19,600 millones.

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

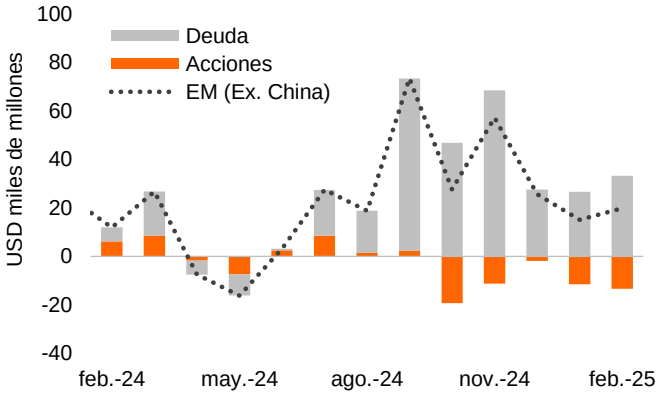
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2023.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

7



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Mercado local

En línea con el aumento en las tasas de interés de los mercados de deuda internacionales y las crecientes preocupaciones en frente fiscal local, los TES tuvieron un desempeño muy negativo en marzo. Los rendimientos de los títulos de mayor duración alcanzaron máximos no vistos desde finales de 2023 y el empinamiento de la curva se acentuó, en línea con un significativo deterioro en la percepción de riesgo-país.

Las operaciones no explicitas de manejo de deuda de la Nación con corte a febrero, que consisten en retirar de circulación TES COP y TES UVR de menor duración, fueron de COP 3.8 billones. Según nuestros cálculos, estas recompras habrían continuado en marzo, concentradas en un 77.5% en TES COP.

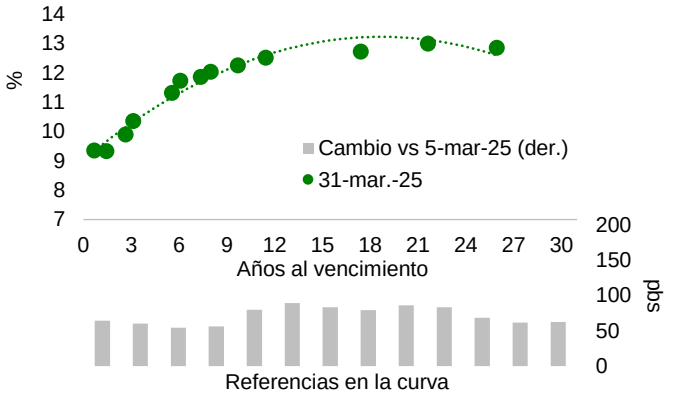
Los volúmenes de negociación en el mercado secundario descendieron, aunque las condiciones de liquidez permanecieron en niveles balanceados. La demanda de inversionistas locales en el mercado primario disminuyó y la de inversionistas extranjeros continúa recuperándose, contrarrestando parcialmente los efectos alcistas en tasas de una mayor emisión de TES por colocaciones directas.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP aumentó significativamente en 72 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva ascendió 23 pbs hasta niveles de 319 pbs y permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 9).

Los TES COP del tramo corto de la curva registraron incrementos, los cuales también estuvieron asociados a las recientes sorpresas en los datos de IPC y también al reajuste de expectativas de tasas de interés del BanRep que ha afectado al alza muchas tasas de corto plazo en el mercado (Gráfico 10). Los rendimientos de los TES2025 aumentaron 65 pbs hasta niveles de 9.36%, mientras que las tasas de los TES2026 ascendieron 61 pbs hasta 9.34%.

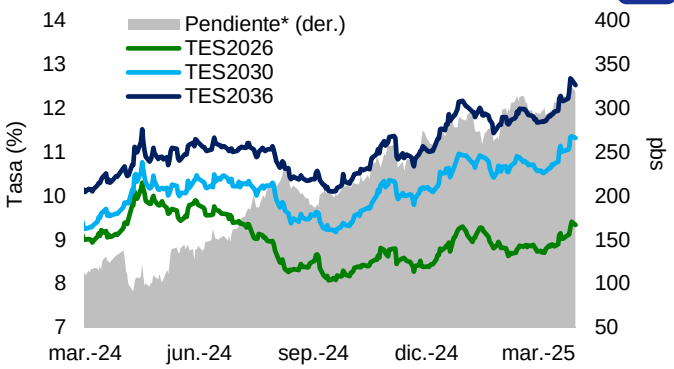
Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) se incrementaron hasta 9.49% en marzo, similar a las tasas de los swaps IBR a 12 meses que aumentaron hasta 8.79%. Los rendimientos de los TES a 1 año en la curva

Evolución mensual de la curva TES COP **8**



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal **9**



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

cero-cupón disminuyeron levemente hasta un promedio de 9%.

Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días también se redujeron hasta niveles cercanos a 9.95%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO aumentó hasta 46 pbs, pero permanece muy por debajo de su promedio histórico de 111 pbs. Esta situación sigue alimentando el atractivo relativo hacia los TCO.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones de 56 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, ascendieron 57 pbs hasta niveles de 10.37%. Por su parte, los rendimientos de los TES2027 aumentaron 55 pbs hasta 9.91%.

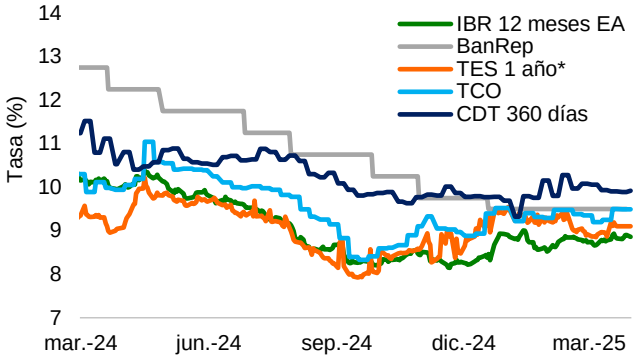
Las tasas de los TES COP de más largo plazo fueron las más afectadas por el contexto local y registraron incrementos de 77 pbs en promedio. Los TES2031, TES2034 y TES2036 fueron los que más se desvalorizaron en este tramo con aumentos medios en tasa de 86 pbs hasta niveles de 11.74%, 12.27% y 12.53%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR, excluyendo los TESUVR2025, también registró un movimiento alcista de 61 pbs. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TES2027 aumentaron 72 pbs hasta 5.44% (Gráfico 11). En el tramo medio de la curva se registraron desvalorizaciones de 74 pbs en promedio. Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 57 pbs al alza, donde sobresalen los aumentos de 60 pbs en las tasas de los TESUVR2033 y TESUVR2055 hasta niveles de 6.08% y 6.31%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES ascendió hasta niveles del orden de 5.66% (Gráfico 12). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, que resulta una medida más precisa de las inflaciones implícitas, se situó en 5.8% y se mantiene en niveles muy por encima de los registros de años anteriores.

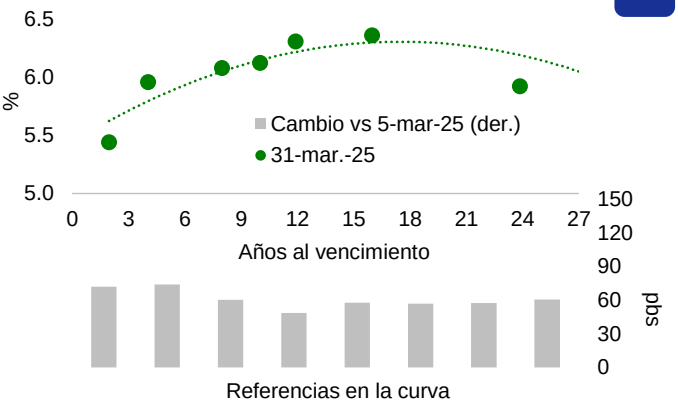
Bajo este contexto, el volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.6 billones en marzo, inferior a los volúmenes registrados en febrero y a los COP 6.1 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 13). Los TES

Evolución de las tasas de interés de corto plazo **10**



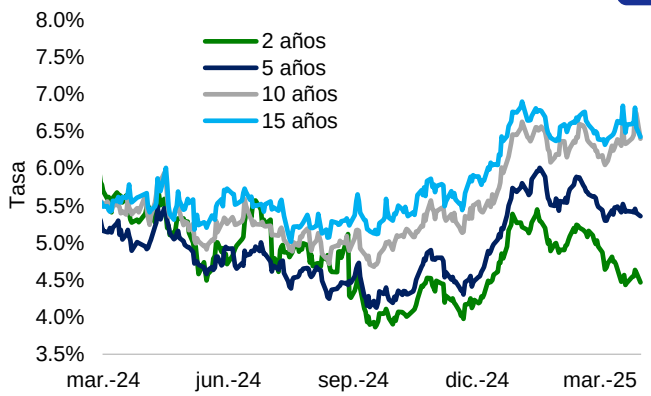
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR **11**



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES **12**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2036, TES2046 y TES2050. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2029, TESUVR2041 y TESUVR2055. Todas estas referencias corresponden al tramo largo de las curvas TES COP y TES UVR, y también están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado.

La curva TES USD registró un movimiento mensual alcista de 24 pbs en todo su nivel, especialmente en las referencias de largo plazo, algo que sigue empujando el empinamiento de la curva. La tendencia alcista en la prima de riesgo a plazo en la curva TES USD también es consistente con el comportamiento de los CDS a 5 años del país en el último año.

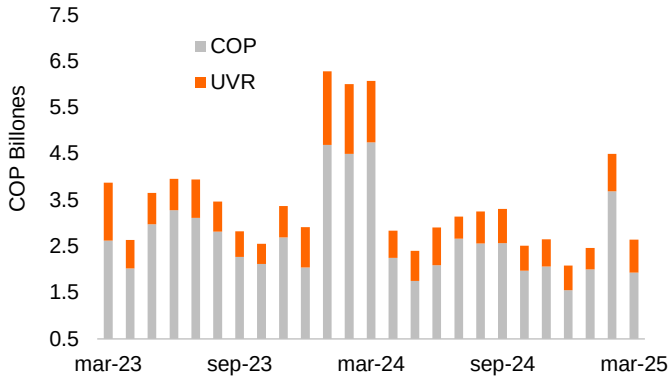
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total hasta el 27 de marzo asciende a COP 14 billones, lo que representa un cumplimiento del 30.2% de la meta estipulada en la reciente actualización del Plan Financiero de 2025 (COP 46.5 billones). A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es superior al 29% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al 27.8% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 14).

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 10.4 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 6.8 billones de TES COP; y ii) COP 3.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 3.7 billones.

Para las subastas de TES COP, las tasas de corte en marzo registraron un promedio de 12.4%, alcanzando máximos desde marzo de 2023 y el *bid-to-cover* del mes descendió hasta un promedio de 3.2 veces. En las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte promedio se incrementaron hasta 5.56% y el *bid-to-cover* se situó en 3.4 veces, el apetito más bajo de estos títulos desde diciembre de 2023 (Gráfico 15).

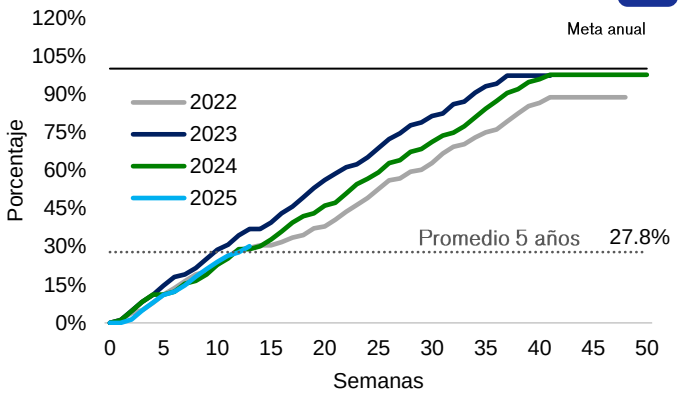
Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 4.1 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de marzo registraron un promedio de 9.36% y el *bid-to-cover* disminuyó hasta 3.2 veces.

Volumen de negociación promedio-día en SEN **13**



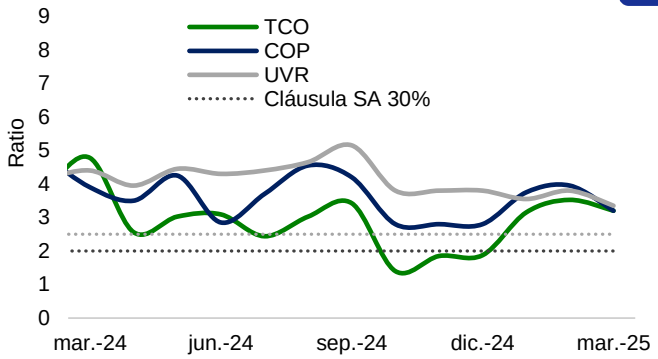
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas **14**



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

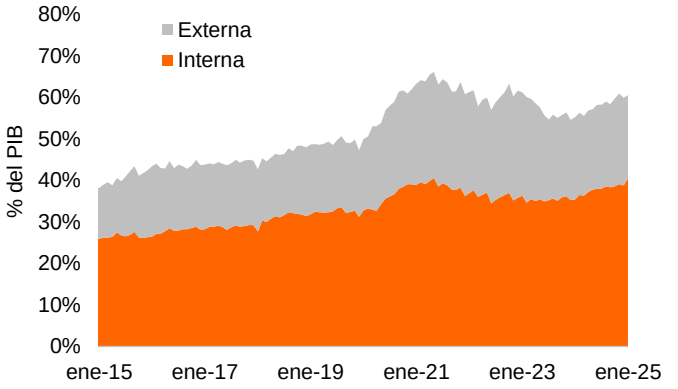
Bid to cover en las subastas primarias de TES **15**



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de enero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,031 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se sitúa en 57.8%, superior al 52.3% del mismo mes de 2024. El saldo de la deuda interna se situó en 38.7% del PIB, superior al 33.5% del mismo mes del año anterior, mientras que el de la deuda externa aumentó hasta 19.1% y también superó el 18.7% de enero de 2024 (Gráfico 17). Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 67% del saldo total, lo que deja la proporción restante de la deuda externa en niveles de 33%.

Saldo de la deuda bruta total del GNC **16**

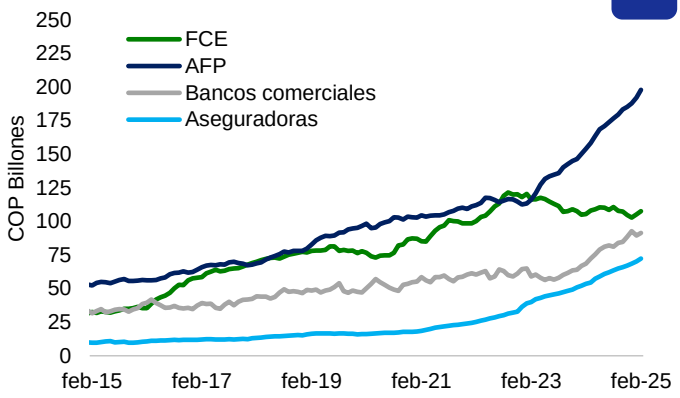


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, los datos de tenedores de TES de febrero, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), dieron cuenta nuevamente de apetito por parte de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE). La demanda de los inversionistas institucionales locales también se mantuvo durante el último mes.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 32.4% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 5.6 billones, las más altas desde abril de 2023 y completaron más de 2 años consecutivos de incrementos netos (Gráfico 18).

Evolución principales tenedores de TES **17**

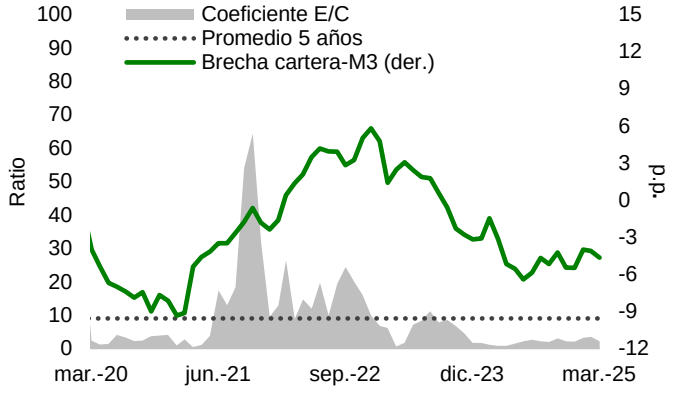


Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 2 billones y su participación sobre el saldo total se mantuvo en 15% (Gráfico 17). Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 2 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.8%. En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas en febrero de apenas COP 300 mil millones, mientras que BanRep no realizó compras ni ventas definitivas de TES en febrero.

Los FCE fueron compradores netos por COP 2.5 billones, la demanda más fuerte vista desde marzo del año pasado. De esta forma, los FCE se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 17.6% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los

Relación recursos de expansión y contracción **18**



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

FCE estarían siendo compradores netos por COP 234 mil millones en marzo, con lo cual su posición de comprador neto ascendería a niveles del orden de COP 5 billones en 1T25, lo que compensaría más que proporcionalmente las ventas netas por COP 4.7 billones de todo 2024. En línea con lo anterior, las cifras preliminares de inversión de portafolio de marzo en balanza cambiaria dan cuenta de entradas por USD 39 millones.

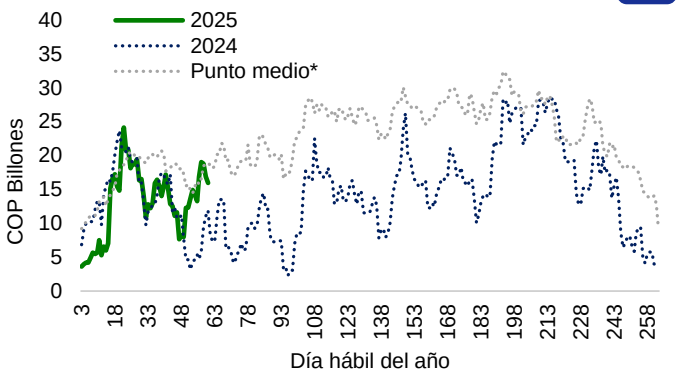
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó marzo en un promedio-día de COP 18.2 billones, niveles muy por encima de la demanda de marzo del año pasado (COP 7.7 billones) y que estaría sustentada por la fuerte turbulencia del mercado de TES durante el último mes. El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 13.1 billones, con una utilización que bordeó el 66%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 11.4% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a febrero y se sitúo en COP 8.6 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) descendió en marzo hasta 2.1 veces y permanece muy por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos también se mantiene negativa, situación que libera presiones de liquidez en el mercado de TES asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 18).

El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep durante lo que va corrido de 2025 asciende a COP 15.9 billones (Gráfico 19), cifra que es superior a los COP 11.9 billones del mismo periodo acumulado de 2024. No obstante, este saldo permanece muy por debajo del punto medio de los últimos 10 años (COP 18.9 billones) y sigue evidenciando presiones sobre la posición de caja del Gobierno.

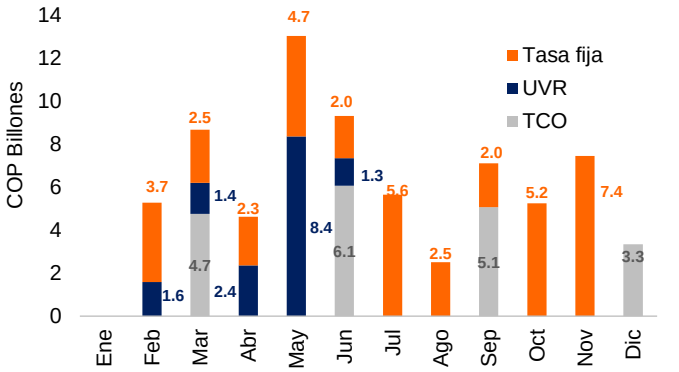
Para el mes de abril se estima una entrada de recursos al sistema por COP 4.7 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estos recursos se distribuyen de la siguiente forma: i) COP 2.3 billones del cupón de los TES2028; y ii) COP 2.4 billones del cupón de los TESUVR2029 y de los TESUVR2035 (Gráfico 20).

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep **19**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Punto medio entre el valor máximo y mínimo durante los últimos 10 años.

Pago de cupones y vencimientos en 2025 **20**



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM se deterioró durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 5.45% hasta 5.29%, pero permanece por encima a la tasa promedio de 3.86% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 105 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 títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento real ampliamente superior.

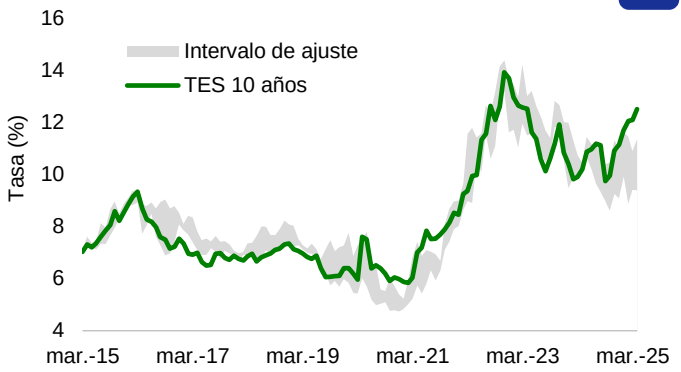
Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2025 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra está cerca de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES descendieron hasta 6.58%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.86%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.07 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 0.9 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2031 y TES2050, con un espacio de valorización de hasta 67 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR también se encuentra muy cerca de sus valores justos. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos spreads en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2029 y TESUVR2041, con un espacio de valorización de 15 pbs.

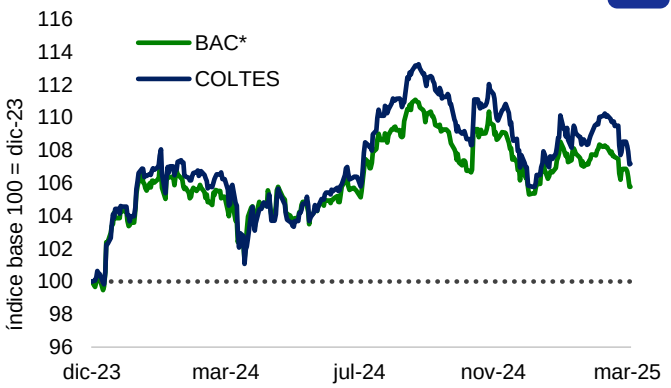
Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033 y TESUSD2054 como los bonos con

Niveles justos de los TES de largo plazo **21**



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

Comparativo de índices BAC vs COLTES **22**



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Se balancea al cierre del día 20 de cada mes.

mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 42 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 11.1% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 12.52%, lo anterior sugiere un fuerte margen de valorización de 142 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es baja.

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 caída mensual de 2.3% en marzo y fue más moderada frente a la caída de 2.8% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC disminuyó desde 4.11% en febrero hasta 3.48% en marzo (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo medio-largo de la curva en casi un 78.7%. Allí se destacan los TES2027 (12.1%), los TES2028 (35%) y los TES2031 (31.6%). Dada la incertidumbre externa y local, creemos que los títulos de la parte corta-media lucen más atractivos que los recomendados por el modelo BAC de portafolio teórico-optimizado.

Expectativas de corto plazo

Las presiones externas sobre el mercado de TES siguen siendo necesariamente alcistas en tasas de interés. La narrativa de recesión ha vuelto a dominar los mercados, por encima incluso de los fuertes riesgos inflacionarios que se derivan de las políticas proteccionistas implementadas por la actual administración de EEUU.

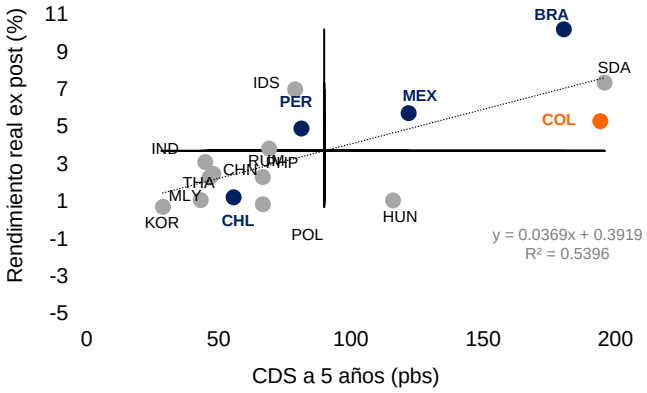
Desde esta óptica, luce altamente probable un reajuste de expectativas de tasas Fed que tendría efectos alcistas sobre las tasas de interés de los Tesoros y sobre la renta fija internacional. **Anticipamos niveles justos de 4.4% en los rendimientos de los Tesoros a 10 años**, algo que implica una corrección al alza de 10 pbs frente a los niveles actuales.

En el plano local, creemos que el espacio de corrección de los TES COP es holgado, teniendo en cuenta las fuertes desvalorizaciones de marzo que técnicamente han abierto oportunidades de compra. La reciente decisión de BanRep, dejando estable la tasa de interés de política monetaria en 9.5% en su reunión de marzo, es un mensaje de responsabilidad macroeconómica que debería calmar el nerviosismo del mercado y favorecer valorizaciones de los TES en el muy corto plazo.

Bajo este contexto, **anticipamos para abril niveles objetivo de 9.2% para los TES2026 y de 12.1% para los TES2036.** Esta expectativa asume un aplanamiento temporal de la curva TES COP, consistente con una corrección del mercado tras la fuerte turbulencia de semanas recientes.

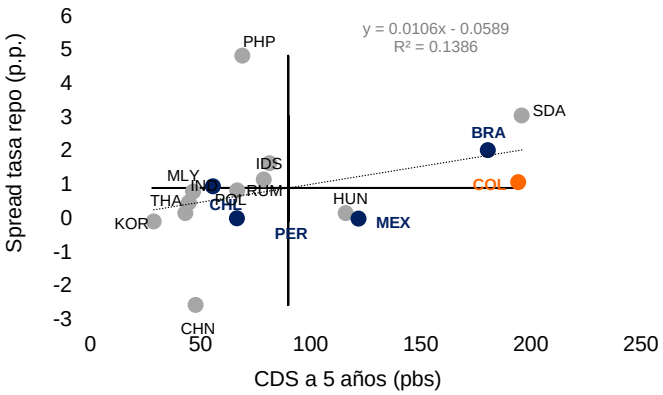
Para la curva de TES UVR, seguimos considerando que los títulos con vencimientos más bajos ofrecen un mayor margen de valorización, especialmente por una inflación que podría seguir sorprendiendo al alza en los próximos meses y favorecer la demanda de títulos contra inflación.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



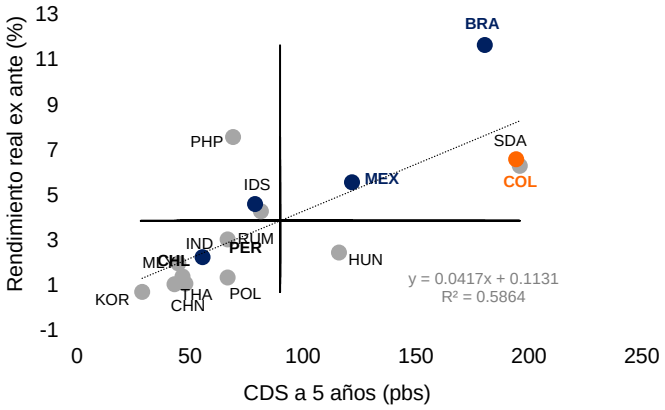
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



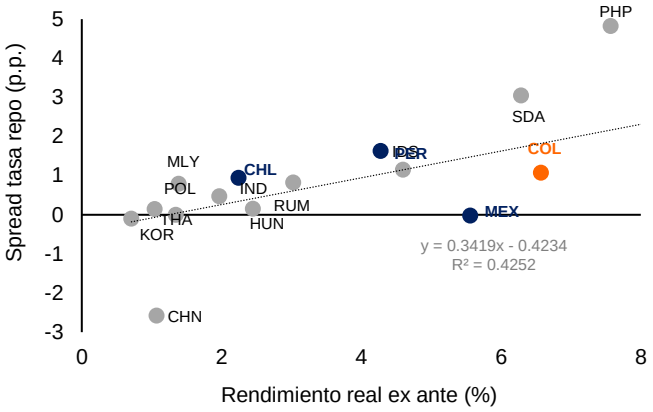
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



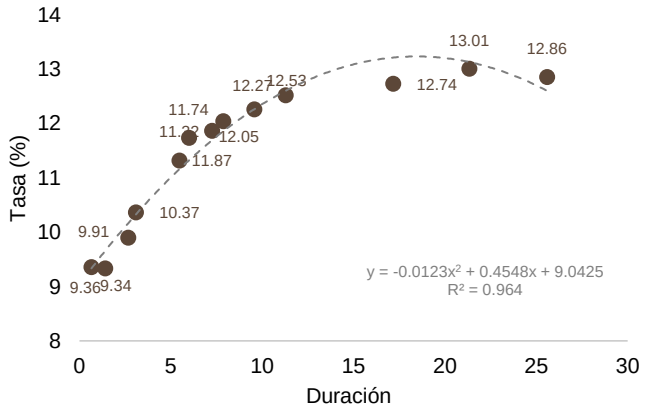
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



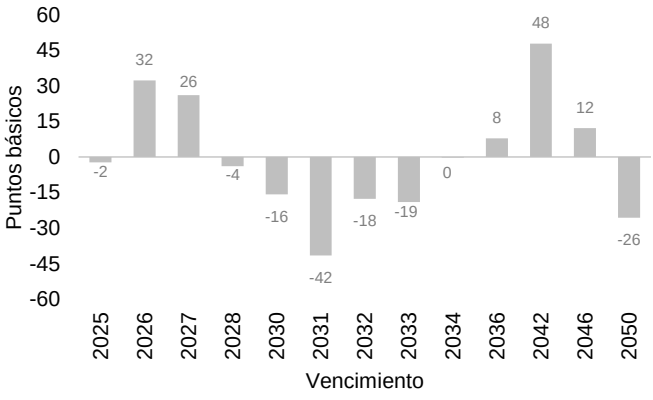
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



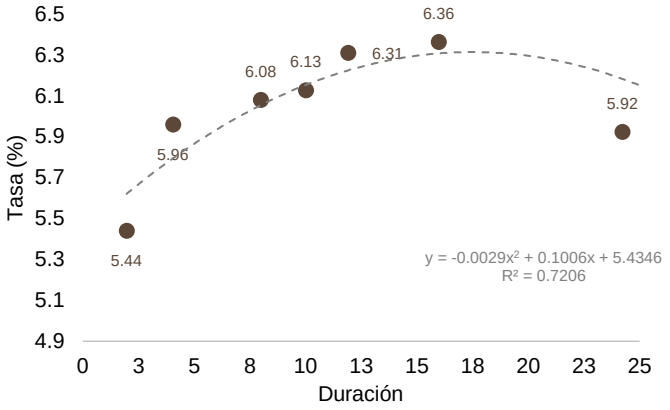
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



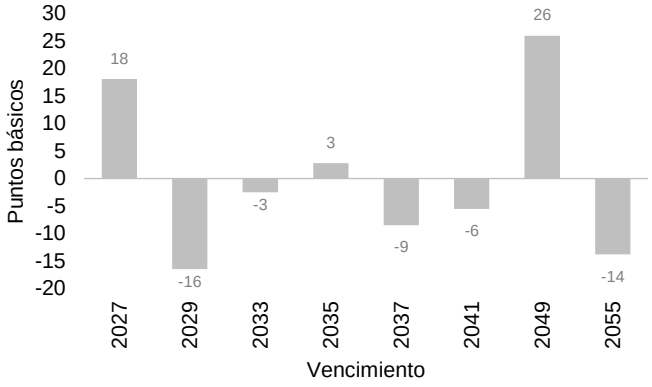
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



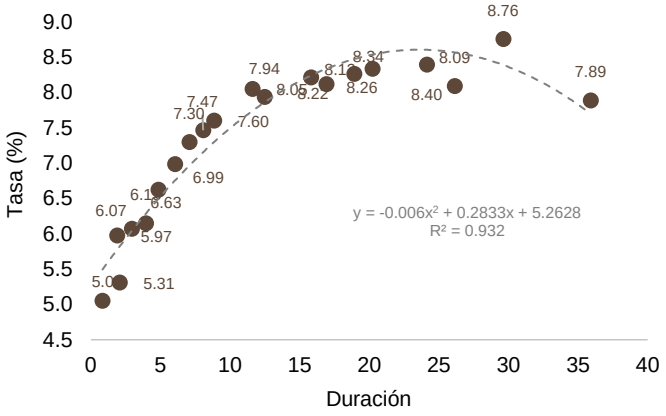
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



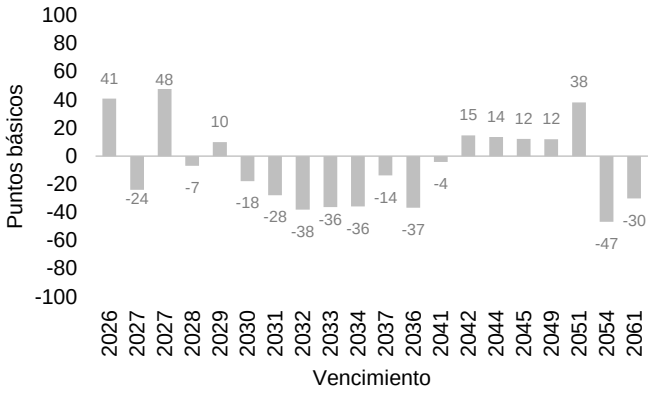
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES en pesos

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TFIT08261125	nov-25	6.25	0.6	9.36	65	66	131	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.2	9.41	68	11	30	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.3	10.03	54	-2	69	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.5	10.44	55	-3	108	
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.9	11.36	79	43	177	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.5	11.61	70	46	201	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.4	11.85	100	57	203	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.8	12.03	93	46	205	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.7	12.18	95	43	208	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.8	12.36	94	45	217	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.3	12.65	98	48	221	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.5	12.82	82	27	209	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.6	13.08	76	31		
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	13.00	82	35	239	

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	1.8	5.43	89	65	107	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.6	5.96	87	90	135	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.7	6.12	77	82	143	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.3	5.91	40	50	109	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.9	6.27	66	81	131	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.3	6.46	79			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.4	6.00	80	94	127	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.5	5.99	75			

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLB26	ene-26	4.50	0.8	5.05	33	-49	-69	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.7	5.97	-26	-36	187	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.9	5.31	8	-59	-65	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.5	6.07	28	-37	-50	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.5	6.15	6	-35	-20	
COLGLB30	ene-30	3.00	4.2	6.63	8	-29	7	
COLGLB31	abr-31	3.13	5.0	6.99	15	-23	26	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.7	7.30	20	-11	48	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.5	6.95	19	-10	-25	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.4	7.47	19	-13	35	
COLGLB34	feb-34	7.50	6.2	7.60	18	-6	42	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.2	8.05	25	2		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.6	7.94	24	3	54	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.1	8.22	26	0	68	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.3	8.12	27	0	74	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.1	8.26	18	-5	64	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.1	8.34	34	2	72	
COLGLB49	may-49	5.20	10.5	8.40	33	6	84	
COLGLB51	may-51	4.13	11.5	8.09	30	7	77	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.2	8.76	30	12		

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.