Deuda pública
Mercado de TES

Los TES-tarudos

Abril 30 de 2025

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

La demanda de activos de refugio tradicionales como los Tesoros se ha debilitado por los crecientes riesgos de estanflación en EEUU, creando por esta vía un efecto sustitución hacia títulos de deuda de otros países de mercados avanzados con monedas de reserva. En este entorno, las tasas de interés de los bonos del Tesoro han mostrado cierta resistencia frente al comportamiento de los rendimientos de otros bonos del mundo desarrollado que han descendido, estos últimos favorecidos también por recortes en las tasas de política monetaria.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, están mostrando salidas no despreciables en medio de la elevada incertidumbre global que ha desatado la escalada proteccionista. Pese a lo anterior, la demanda de estos activos sigue concentrada en títulos de deuda, que bajo la coyuntura actual continúan ofreciendo rendimientos atractivos y relativamente más seguros frente a otros activos de mayor riesgo.

En el plano local, la demanda de los inversionistas en el mercado primario se debilitó en abril, especialmente la de TES de corto plazo. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y el apetito de los inversionistas extranjeros se ha visto afectado por la turbulencia internacional. 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 revirtió parte de las pérdidas de marzo, especialmente en las referencias del tramo medio que han ganado liquidez por la nueva estrategia de financiamiento del Gobierno. Las valorizaciones observadas en el tramo de más largo plazo respondieron mayoritariamente a factores técnicos, pues la percepción de riesgo-país se ha deteriorado significativamente y mantiene presiones sobre estos títulos.

Los TES UVR también mostraron valorizaciones, emulando el comportamiento de la curva TES COP especialmente en los tramos de media y larga duración. Los TES UVR de menor duración se sitúan en niveles atractivos de compra, teniendo en cuenta no sólo el incremento reciente de sus rendimientos sino también la probabilidad de que la inflación vuelva a sorprender al alza en los próximos meses.

Contexto internacional

Los temores de estanflación alrededor de la guerra de aranceles global han deteriorado significativamente las perspectivas de EEUU y ha creado un efecto sustitución entre activos americanos hacia otros de mercados avanzados, principalmente europeos. La demanda de activos de refugio tradicionales como los Tesoros se ha debilitado en línea con lo anterior, aun cuando la aversión al riesgo y los grados de incertidumbre se mantienen en niveles elevados.

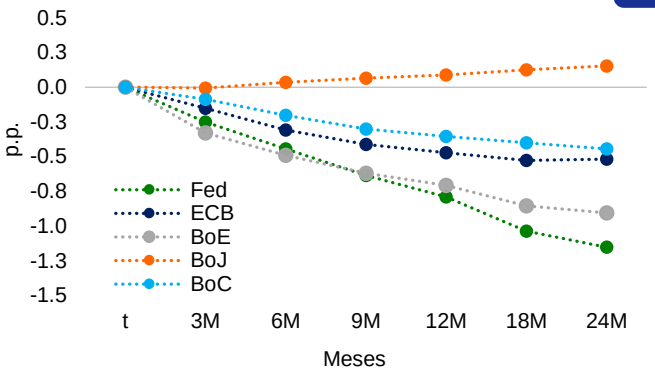
En EEUU, las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, continúan anticipando tres reducciones de 25 pbs en 2025 que ocurrirían durante la segunda mitad del año, alteradas también por unos recientes datos del PIB en esta economía que mostraron una contracción en 1T25. Pese a lo anterior, la Fed mantiene un tono de cautela ante la creciente incertidumbre sobre el impacto que podrían generar las medidas proteccionistas sobre la inflación y el crecimiento económico. Varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) han señalado que la postura actual de política monetaria es adecuada mientras se da mayor claridad sobre la evolución de la inflación y la actividad económica.

Esperamos estabilidad en las tasas de la Fed para la reunión de mayo y anticipamos que los recortes de tasas llegarían a partir de 3T25. Teniendo en cuenta la inestabilidad suscitada en el mercado de EEUU por la actual coyuntura, también advertimos que es altamente probable que la Fed finalice su programa de reducción de tenencias de activos hacia mitad del año, con lo cual su saldo del balance de activos se estabilizaría en niveles del orden de USD 6.7 billones.

El Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pbs su principal tasa de referencia hasta 2.4% por séptima reunión consecutiva y el mercado espera que en sus próximas reuniones siga recortando sus tasas de interés. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) no tomó decisión de tasas frente a nuestro último informe, pero los mercados descuentan recortes adicionales de 50 pbs para lo que resta de año.

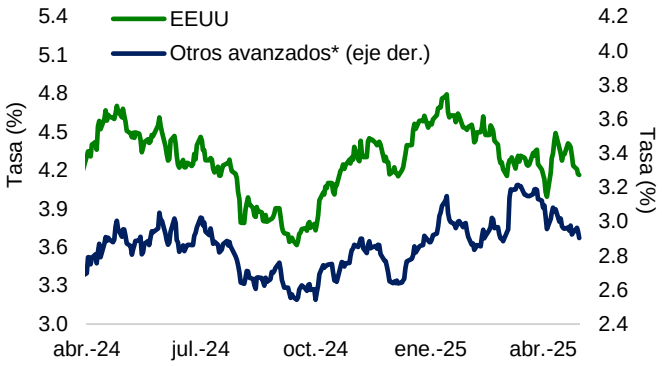
El Banco de Japón (BoJ) tampoco tomó decisión de tasas en abril, mientras que el Banco de Canadá (BoC) mantuvo

*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.

inalterada su tasa de referencia en 2.75%. Las expectativas implícitas en los mercados anticipan ahora que el BoJ dejará estable su tasa de interés en un horizonte de 24 meses, mientras que para el BoC los mercados proyectan otro recorte de 25 pbs antes de finalizar 2025 (Gráfico 1).

En LATAM, el Banco Central (BC) de Perú y de Chile mantuvieron inalteradas su tasa de intervención en 4.75% y en 5%, respectivamente. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, las tasas de política monetaria de los BC en México y Colombia serían las únicas que continuarían durante los próximos 12 meses, aunque en menor magnitud y a un ritmo inferior al observado en 2024.

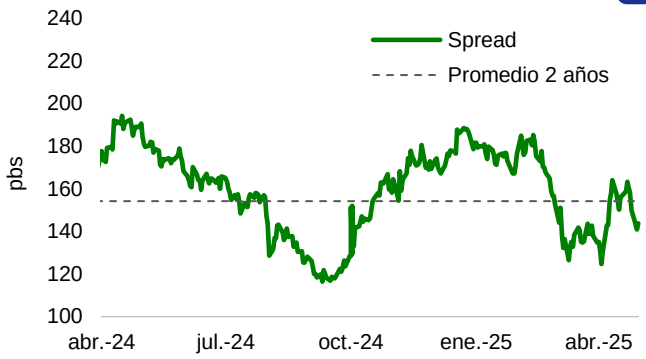
En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU llegaron a operar en máximos alrededor del 4.5%, aunque en jornadas recientes descendieron hacia valores del 4.2% (Gráfico 2). En contraste, la tendencia de las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados fue marcadamente bajista, especialmente la de los bonos de Europa, cuya demanda se ha incrementado por el efecto sustitución explicado anteriormente.

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se amplió, aunque se ubica 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 (Gráfico 4), consistente con la elevada incertidumbre en los mercados financieros y una mayor preferencia por instrumentos de menor duración.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también disminuyeron, aunque en magnitudes más modestas frente a la deuda soberana de otros mercados desarrollados (Gráfico 5). En promedio, los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) descendieron 15 pbs. No obstante, la prima de riesgo-país de los países de LA5 aumentó 11 pbs en promedio y permanece por encima de los registros del año pasado (Gráfico 6).

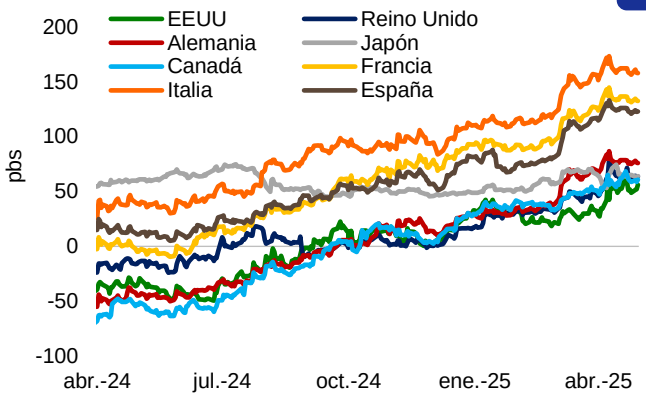
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, registraron en

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



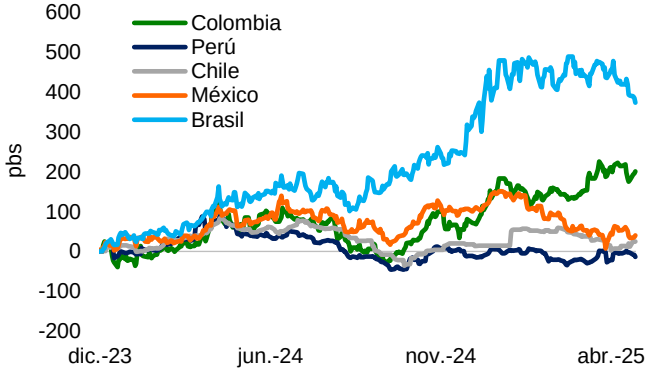
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

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.

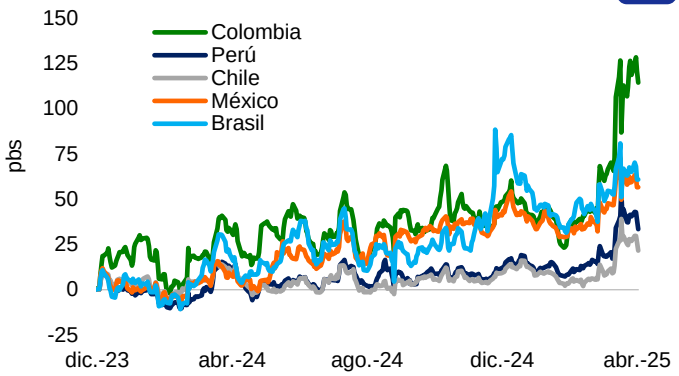
marzo su primera salida tras nueve meses consecutivos en terreno positivo, afectados por los temores alrededor de la guerra comercial (ver “Dónde está el piloto” en IMC – Marzo de 2025). En efecto, según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las salidas en marzo fueron por USD 1,500 millones, dejando el promedio mensual de 1T15 en 19,400 millones, por debajo del promedio mensual de USD 36,800 millones de 4T24.

Por clase de activos, las compras de marzo volvieron a estar concentradas en títulos de deuda con un flujo mensual de USD 1,900 millones, mientras que USD 3,400 millones fueron ventas de participaciones de capital (Gráfico 7). La agudización en las tensiones comerciales que suscitó la orden ejecutiva de EEUU, imponiendo aranceles recíprocos y específicos al resto del mundo a países a principios de abril, aceleró esta ola de ventas de activos de mercados EM en el último mes. Información preliminar de EPFR da cuenta de ventas netas en bonos por más de USD 3,000 millones, así salidas importantes en acciones.

En línea con lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos sugieren que estas ventas de activos EM se habrían pronunciado en abril. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa salidas netas por USD 2,560 millones.

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

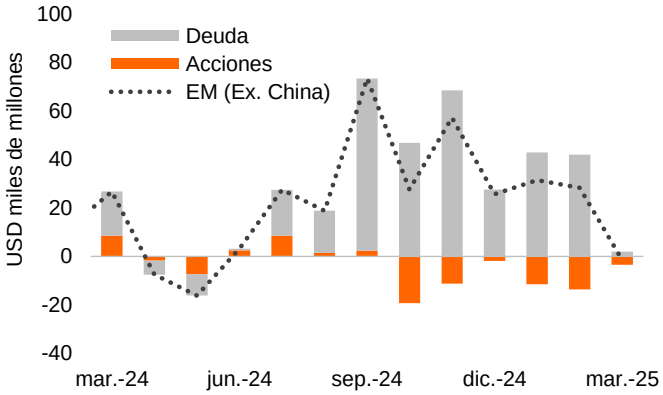
6



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

Los TES tuvieron un desempeño positivo en abril y revirtieron parte de las pérdidas de marzo. Este comportamiento se sustenta en gran medida por las recientes decisiones de BanRep, la nueva estrategia de financiamiento de la Nación (que busca aumentar la liquidez de los títulos del tramo medio de la curva y moderar las emisiones de bonos del nodo de más largo plazo) y oportunidades técnicas de compra.

Las operaciones no explicitas de manejo de deuda de la Nación con corte a marzo, que consisten en retirar de circulación TES COP y TES UVR de menor duración, ascienden a valores cercanos a los COP 5.2 billones este año. Según nuestros cálculos, teniendo en cuenta el comportamiento del saldo flotante de la deuda, en abril no se habrían hecho operaciones de canje.

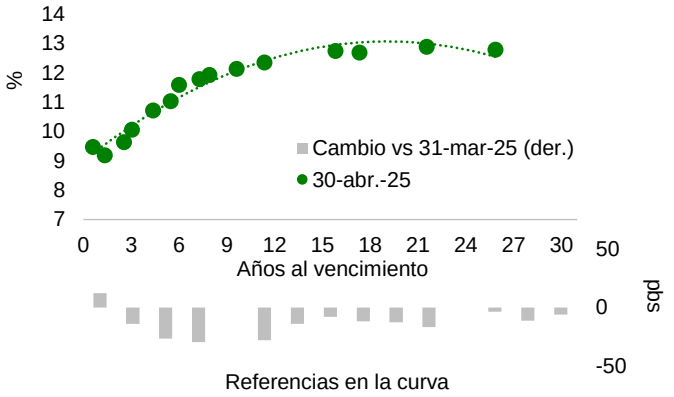
Los volúmenes de negociación en el mercado secundario descendieron como consecuencia de la temporada de semana santa. La demanda de los inversionistas en el mercado primario se ha moderado, especialmente la de TCO que sigue perdiendo atractivo relativo frente a la deuda privada. La demanda de inversionistas extranjeros se sigue recuperando, pero lo hace a una velocidad todavía lenta. El ritmo de las colocaciones directas de TES con entidades públicas sigue siendo alto y superior al de las subastas, manteniendo por esta vía presiones alcistas sobre las tasas de interés del mercado.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP disminuyó 15 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva descendió apenas 3 pbs hasta niveles de 316 pbs, aunque permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 9).

Los TES COP del tramo corto de la curva registraron reducciones, favorecidos en parte por la reciente sorpresa a la baja en el dato de IPC (ver “Sesgos bajistas sobre el crecimiento” en IMCE – Abril de 2025). Los rendimientos de los TES2026 descendieron 14 pbs hasta niveles cercanos a 9.2%.

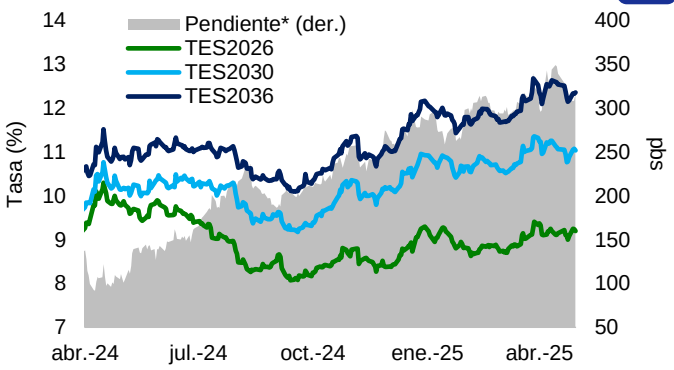
Las tasas de interés de los TES de corto plazo (TCO) volvieron a aumentar hasta alcanzar promedio de 9.5% en abril, los más altos desde agosto de 2024 y con

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.

contraste con el movimiento de las tasas de los swaps IBR a 12 meses que se redujeron hasta 8.67%. Los rendimientos de los TES a 1 año en la curva cero-cupón también se incrementaron hasta un promedio de 9.33%.

Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se redujeron hasta niveles cercanos a 9.83%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se redujo hasta 33 pbs, permaneciendo muy por debajo de su promedio histórico de 111 pbs. Pese a que lo anterior aumenta el atractivo relativo de los TCO, la turbulencia en el mercado de TES desde marzo mantiene una preferencia por deuda privada en el mercado local de renta fija.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones promedio de 28 pbs. Los rendimientos de los TES2028, una de las referencias más líquidas de este tramo, descendieron 30 pbs hasta niveles de 10.07%. Por su parte, los rendimientos de los TES2027 disminuyeron 26 pbs hasta 9.64%.

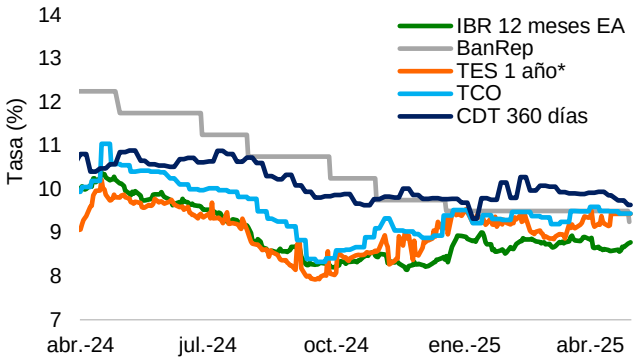
Las tasas de los TES COP de más largo plazo registraron disminuciones de 12 pbs en promedio. Los TES2030 y TES2036 fueron los que más se valorizaron en este tramo con reducciones en tasa de 22 pbs hasta niveles de 11.04% y 12.36%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR, excluyendo los TESUVR2025, también registró un movimiento bajista de 7 pbs en promedio. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TES2027 aumentaron 18 pbs hasta 5.62% (Gráfico 11). En el tramo medio de la curva se registraron valorizaciones de 3 pbs, y en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 12 pbs a la baja, donde sobresalen las valorizaciones de 28 pbs en las tasas de los TESUVR2055 hasta 5.71%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió hasta niveles del orden de 5.5%, especialmente las implícitas a 2 y 5 años (Gráfico 12). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también bajó hasta niveles de 5.58%. Pese a lo anterior, en ambos casos estas medidas se mantienen muy por encima de los registros de años anteriores y también de la meta de inflación de 3% del BanRep.

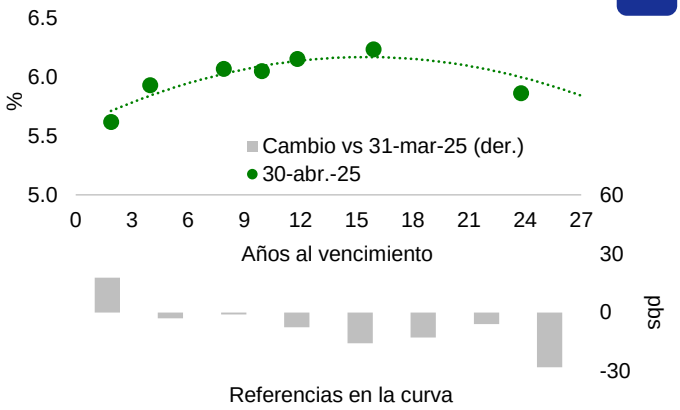
Bajo este contexto, el volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.3 billones en abril, inferior a los

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



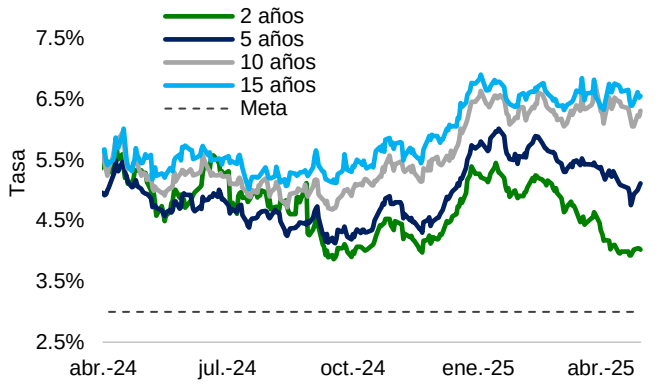
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

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.

volúmenes registrados en marzo y a los COP 2.8 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 13). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2028, TES2036 y TES2050. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2055.

La curva TES USD registró un movimiento mensual alcista de 27 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, así como por una menor demanda de bonos denominados en USD a denominaciones de otras monedas de reserva.

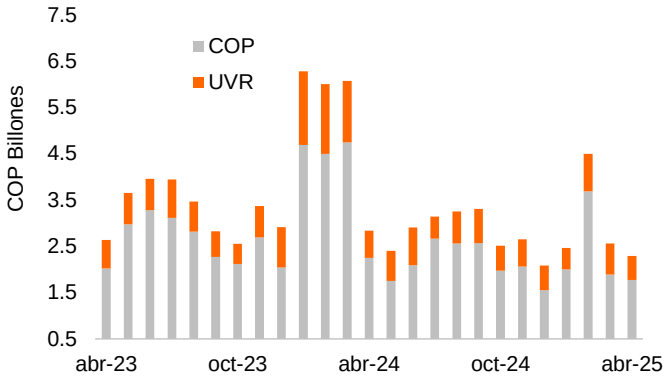
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total hasta el 30 de abril asciende a COP 18.7 billones, lo que representa un cumplimiento del 40.2% de la meta estipulada en la reciente actualización del Plan Financiero de 2025 (COP 46.5 billones). A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es inferior al 42% del acumulado para el mismo periodo de 2024, aunque superior al 37.1% 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 13.8 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 9 billones de TES COP; y ii) COP 4.8 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 4.9 billones.

Las subastas en el mercado primario están evidenciando una moderación en el apetito de los inversionistas por TES, especialmente en TCO. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en abril se redujeron hasta un promedio de 11.84% y el *bid-to-cover* del mes se aumentó hasta un promedio de 4 veces. En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio se incrementaron hasta 5.99% y el *bid-to-cover* se situó en 3.6 veces.

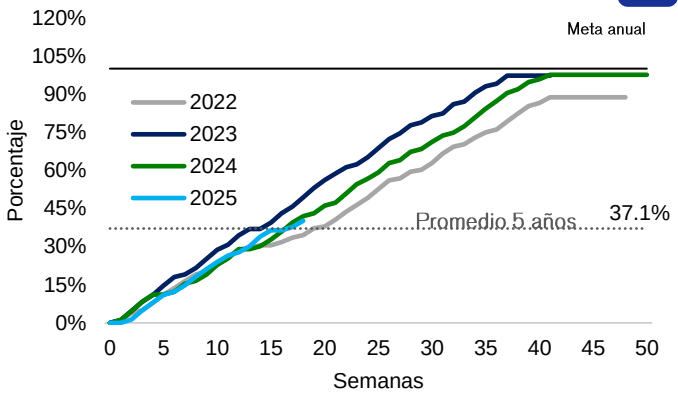
Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 6.1 billones. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de abril registraron un promedio de 8.5%, al tiempo que el *bid-to-*

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



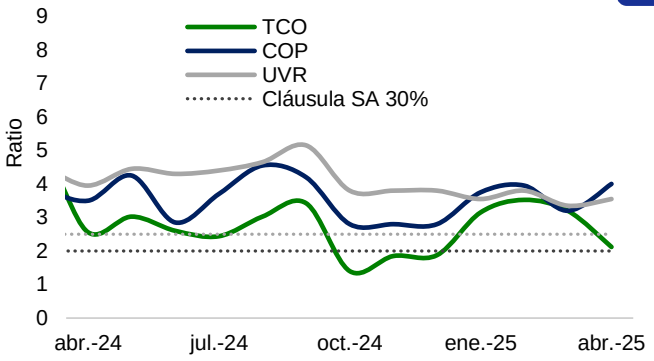
Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

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.

cover disminuyó hasta su punto más bajo desde finales de 2024 (Gráfico 15).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de febrero, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,035 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal el saldo de la deuda pública total se sitúa en 60.7%, superior al 56.3% del mismo mes de 2024. El saldo de la deuda interna se situó en 41.2% del PIB, superior al 36.5% del mismo mes del año anterior, mientras que el de la deuda externa se ubica en 19.6%, también inferior al 19.9% de febrero de 2024 (Gráfico 16). Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 67.8% del saldo total, lo que deja la proporción restante de la deuda externa en niveles de 32.2%.

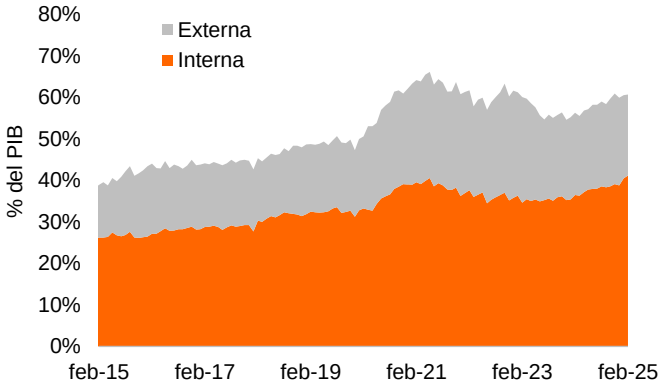
En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, los datos de tenedores de TES de marzo, publicados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), dieron cuenta de una desaceleración en el apetito por parte de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE). En contraste, la demanda de los inversionistas institucionales locales se mantuvo fuerte 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 32.1% del saldo total de la deuda pública. Las compras de estos agentes en el último mes fueron por COP 1.5 billones y completaron más de 2 años consecutivos de incrementos netos (Gráfico 17).

Los bancos comerciales fueron compradores en COP 3.5 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta un 15.3%. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.6 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.9%. En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas en marzo de apenas COP 300 mil millones y el BanRep realizó compras definitivas de TES por tan solo COP 100 mil millones.

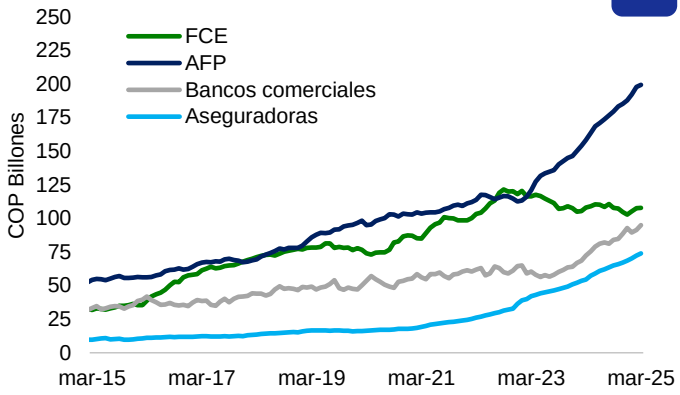
Los FCE fueron compradores netos por COP 100 mil millones, lo que elevó su posición neta compradora en 1T25 hasta los COP 4.9 billones. Esta cifra ya compensa

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



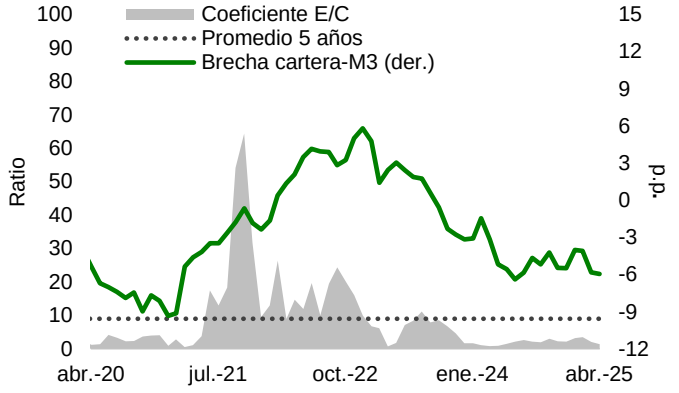
Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES **17**



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción **18**



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

más que proporcionalmente las ventas netas por COP 4.7 billones de todo 2024. De esta forma, los FCE se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES con una participación de 17.3% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 110 mil millones en abril. Las cifras preliminares de inversión de portafolio para el mismo mes en balanza cambiaria dan cuenta de salida por USD 171 millones.

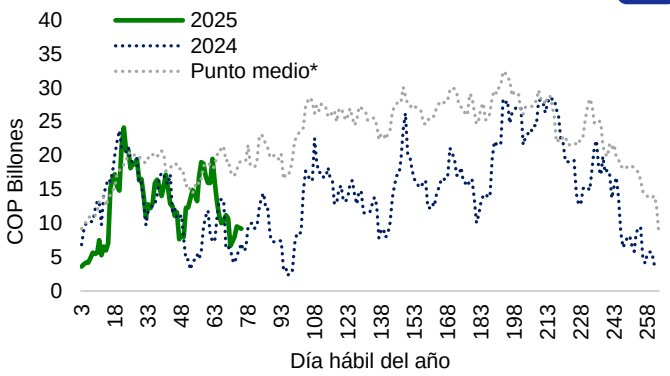
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en abril en un promedio-día de COP 15 billones, muy por encima de la demanda de abril del año pasado (COP 7.9 billones) y que se sustenta por el pago de la segunda cuota de grandes contribuyentes. El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 10.9 billones, con una utilización que bordeó el 64%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 14.6% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó frente a marzo y se sitúo en COP 11.3 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) descendió en abril hasta 1.3 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 desciende a COP 9.2 billones (Gráfico 19), cifra que es superior a los COP 7 billones del mismo periodo acumulado de 2024. No obstante, este saldo permanece muy por debajo del punto medio de los últimos 10 años (COP 19.2 billones) y sigue evidenciando presiones sobre la posición de caja del Gobierno.

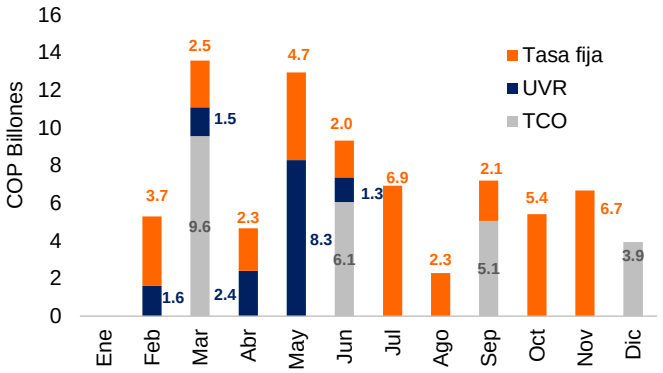
Para el mes de mayo se estima una entrada importante de recursos al sistema por COP 13 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES. Estos recursos se distribuyen de la siguiente forma: i) COP 4.7 billones del cupón de los TES2042; y ii) COP 8.3 billones del vencimiento de los TESUVR2025 (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 mejoró durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 5.29% hasta 6.23% y permanece por encima a la tasa promedio de 3.77% de toda la muestra. Sin embargo, lo anterior incorpora una prima de riesgo que es muy superior en 117 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.

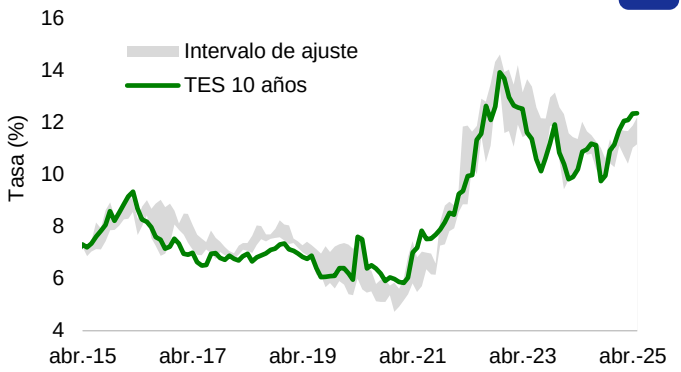
Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2025 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra está cerca de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES ascendieron hasta 7.43% y se mantienen por encima de la media muestral de 4.01%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.82 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 1 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 TES2032, con un espacio de valorización de hasta 34 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, TESUVR2041 y TESUVR2055, con un espacio de valorización de 7 pbs.

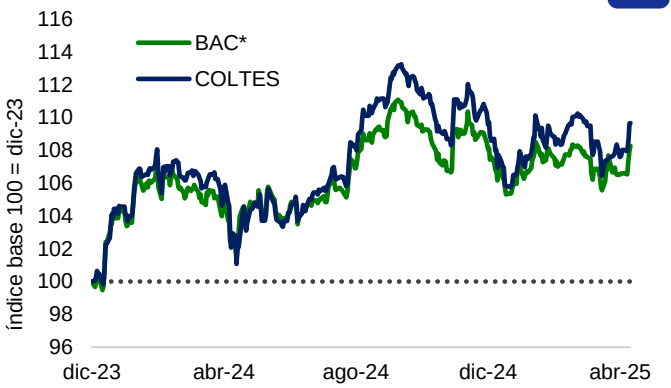
Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan

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.

los TESUSD2033 y TESUSD2035 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 32 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 11.9% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 12.36%, lo anterior sugiere un margen de valorización de 51 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario 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 2% en abril. Este retorno fue inferior al 2.16% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC aumentó desde 3.48% en marzo hasta 4.11% en abril (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva en casi un 85%. Allí se destacan los TES2026 (19.9%), los TES2027 (17.26%), los TES2028 (34.5%) y los TES2030 (13.4%).

Expectativas de corto plazo

Las presiones sobre el mercado de TES continúan siendo necesariamente alcistas en tasas de interés, más allá de las oportunidades técnicas de compra que han venido ofreciendo los títulos de largo plazo en semanas recientes. El aumento de la aversión al riesgo global, así como el castigo en la prima de riesgo-país que ya ubica a los bonos locales en un escalón crediticio inferior al actual, son factores que seguirán marcando una volatilidad importante.

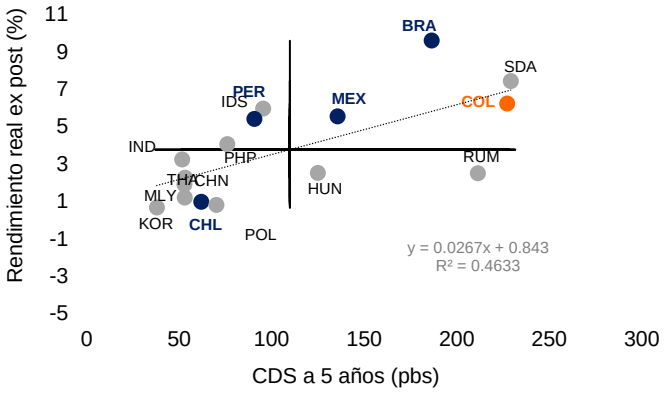
Para la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años, **estimamos niveles justos de 4.5% en sus rendimientos**, algo que implica una corrección al alza del orden de 30 pbs frente a los niveles actuales. En la medida que la demanda por activos de refugio siga inclinándose hacia bonos soberanos de otros mercados desarrollados, al tiempo que los riesgos de estanflación en EEUU se incrementen, la probabilidad de ocurrencia de este escenario es elevada.

En el plano local, creemos que el margen de corrección de los TES COP es limitado, principalmente en los tramos de más largo plazo de la curva. Aunque la nueva estrategia de financiamiento de la Nación va a limitar la oferta de papel en este nodo de la curva, la exposición de estos títulos al significativo deterioro en la percepción de riesgo-país es alta. La preferencia por refugio en el mercado local tampoco favorece a los TCO, que siguen ofreciendo rentabilidades inferiores a la deuda privada de muy corto plazo.

Bajo este contexto, **anticipamos para mayo niveles objetivo de 8.8% para los TES2026 y de 12.2% para los TES2036.** Esta expectativa asume un empinamiento adicional de la curva TES COP que se prolongaría hasta junio, momento en el cual esperamos se presente el pico en el nivel de la curva en 2025. Sin embargo, esperamos que en 3T25 este empinamiento comience a moderarse una vez se decanten varios riesgos externos-locales actuales.

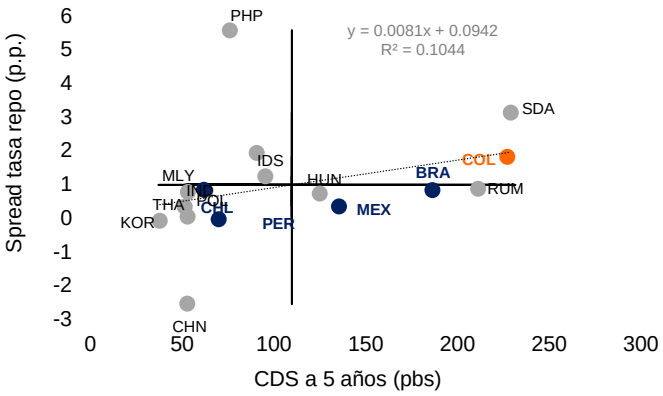
Para la curva de TES UVR, los títulos de menor duración se sitúan en niveles atractivos de compra. La probabilidad de que la inflación vuelva a sorprender al alza en los próximos meses refuerza esta expectativa.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



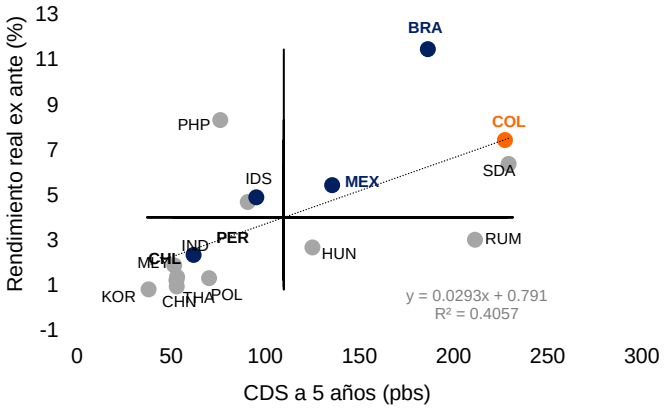
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



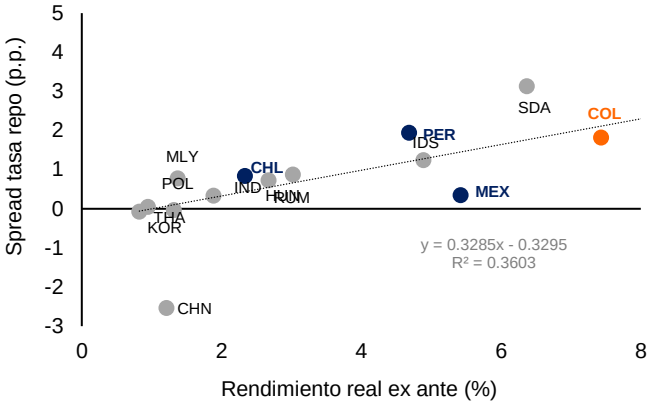
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



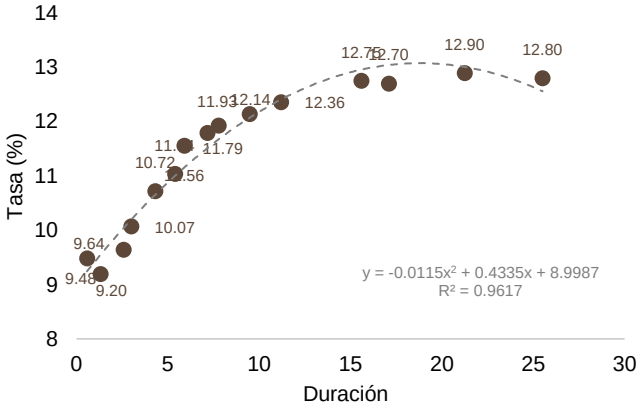
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



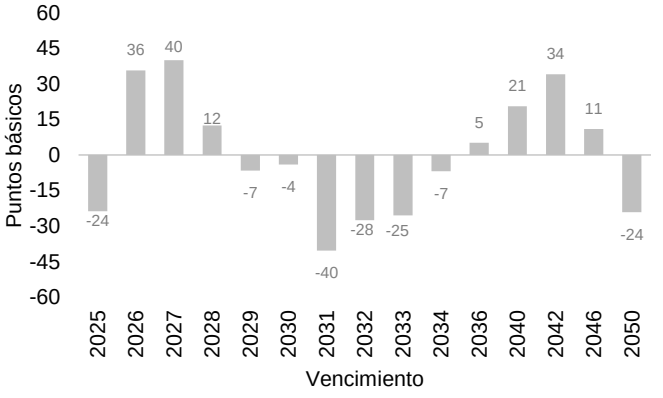
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



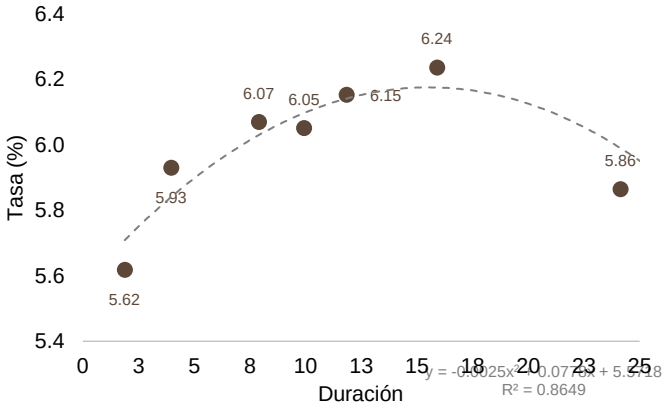
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



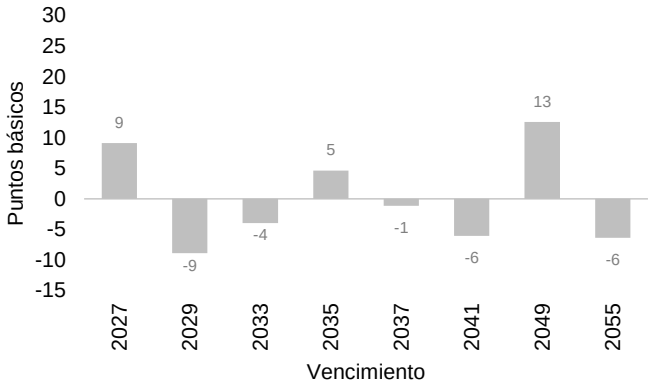
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



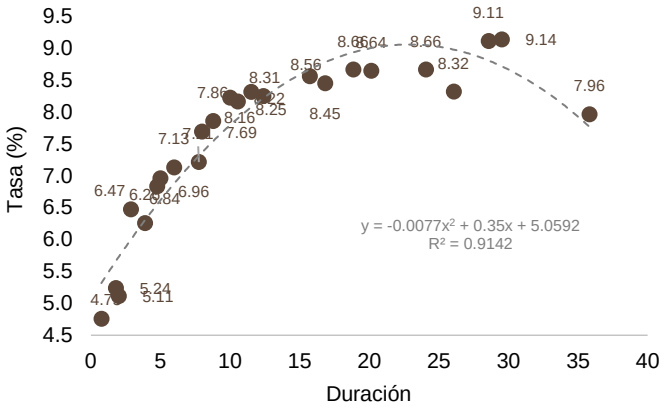
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



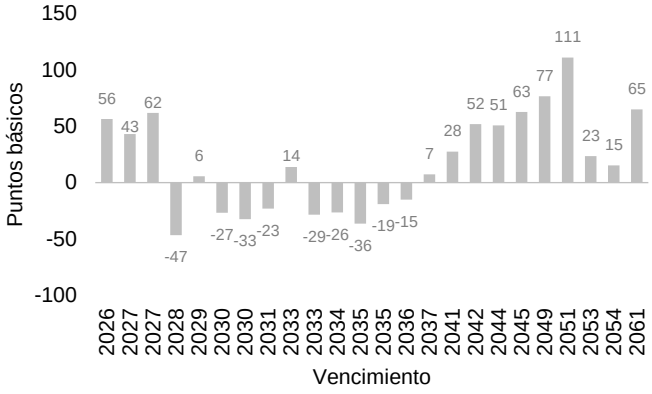
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.5	9.40	4	70	43	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.1	9.25	-17	-6	-55	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.2	9.69	-34	-36	-31	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.6	10.10	-34	-37	10	
TFIT05220829	ago-29	11.00	3.1	10.82				
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.9	11.07	-29	14	92	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.4	11.55	-6	40	135	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.4	11.54	-31	26	131	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.7	11.77	-26	20	141	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.7	11.88	-30	13	136	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.7	12.09	-27	19	155	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.3	12.33	-32	16	149	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.3	12.72				
TFIT21280542	may-42	9.25	6.5	12.70	-12	15	157	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.7	12.83	-25	5		
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.6	12.73	-27	7	172	

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	5.65	22	87	67	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.6	6.01	5	95	86	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.6	6.04	-8	74	76	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.5	6.12	21	71	73	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.9	6.18	-9	72	63	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.3	6.26	-21			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.4	5.83	-17	78	56	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.7	5.70	-29			

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	0.7	4.75	-30	-78	-160	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.6	5.24	-74	-110	-87	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.9	5.11	-20	-78	-130	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.4	6.47	40	3	19	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.4	6.26	11	-25	-64	
COLGLA30	ene-30	3.00	4.2	6.84	21	-8	-27	
COLGLB30	abr-30	7.38	4.1	6.96				
COLGLB31	abr-31	3.13	5.1	7.13	14	-8	-8	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.8	7.51	21	10	22	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.4	7.21	27	17	-25	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.8	7.69	23	10	15	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.6	8.22				
COLGLA35	nov-35	8.00	6.7	8.16	29	28	43	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.1	8.31	26	28		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.4	8.25	31	34	44	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.9	8.56	34	35	59	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.1	8.45	33	33	62	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.8	8.66	40	35	59	
COLGLB45	jun-45	5.00	9.8	8.64	31	33	75	
COLGLB49	may-49	5.20	10.2	8.66	27	32	70	
COLGLB51	may-51	4.13	11.3	8.32	22	30	58	
COLGLB53	nov-53	8.75	9.7	9.11	36	47	76	
COLGLB54	oct-54	8.38	9.8	9.14	38	50		
COLGLB61	feb-61	3.88	12.9	7.96	8	8	49	

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.