



Deuda pública Mercado de TES

fixed
income

Junio 30 de 2025

¿Valió la pena?

Autores:

Camila Martínez K.
P.S. – Mercados Financieros
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

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

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

Los rendimientos de los títulos de deuda pública a nivel global disminuyeron en el último mes, especialmente los de más largo plazo. Parte de este comportamiento respondió caídas en los precios del petróleo y anuncios de índole regulatorio en EEUU que han tenido un efecto positivo en la demanda de Tesoros. Esto contrasta con la postura aún restrictiva que mantiene la Fed, sugiriendo unos recortes de tasas de interés más lentos en los próximos años.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, retornaron a terreno positivo en mayo, pero en promedio siguen siendo muy bajos frente a los registros de principios de año. Las compras estuvieron concentradas en acciones, pues en bonos se registraron ventas netas por segundo mes consecutivo. La información preliminar de junio sugiere una recuperación moderada en la dinámica de estos flujos.

En el plano local, los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron, en línea con la ampliación en el monto de subastas competitivas. La demanda de los inversionistas aumentó en junio, favorecida por el sentimiento positivo que ha sembrado la nueva estrategia de financiamiento de la Nación. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y el apetito de los inversionistas extranjeros aumentó en el último mes, aunque con flujos todavía modestos. La razón entre deuda pública interna y PIB sigue anotando máximos históricos, y es de esperar que esta tendencia continúe en el futuro cercano dado el mayor déficit fiscal a financiar.

A pesar de lo anterior, la percepción de un exceso de oferta de TES en el mercado ha persistido. Los recientes recortes en la nota soberana por parte de Moody's y S&P, esta última quitando el grado de inversión de la deuda de largo plazo en moneda local, constituyen una presión significativa para el costo de financiamiento de la Nación.

La curva de rendimientos TES COP alcanzó a principios de junio máximos no vistos desde 2023, si bien durante la segunda mitad del mes revirtió buena parte de dichas desvalorizaciones. Los TES de menor duración fueron los más afectados, a pesar de las recientes operaciones de canje que han retirado buena parte del circulante de estos títulos en el mercado. La curva TES UVR emuló el comportamiento de la curva TES COP, especialmente títulos de menor duración.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda globales disminuyeron en el último mes, especialmente las de más largo plazo, que habían sido sujetas a fuertes presiones tras la ola de ventas observadas en mayo. Parte de este positivo comportamiento respondió a una moderación en los temores de estanflación en EEUU, aunque también por una significativa caída en los precios del petróleo que ha reducido las expectativas de inflación de corto plazo. Algunas medidas de índole regulatorio, como una posible flexibilización del Ratio de Apalancamiento Suplementario en EEUU (SLR, por sus siglas en inglés), también impulsaron una mayor demanda de Tesoros.

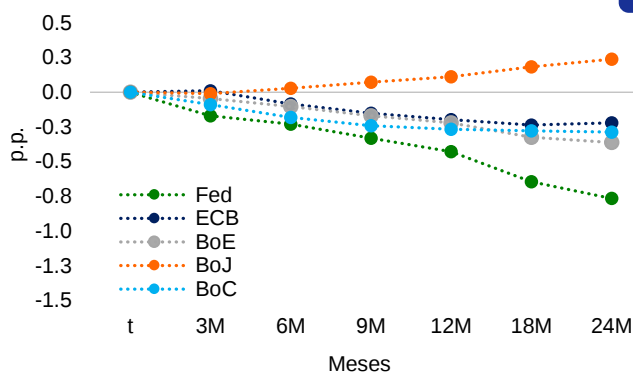
Este favorable contexto para la renta fija internacional contrasta con la postura aún restrictiva que ha anunciado la Fed. En efecto, el plan de recortes de tasas de interés en los próximos 2 años ahora se prevé más lento y otro nuevo relajamiento-ajuste en el programa de vencimientos de tenencias de activos (contracción monetaria) es muy poco probable que ocurra en el corto plazo (ver “Esperar y observar, no necesariamente está mal” en [CE – Junio 24 de 2024](#)).

En nuestro escenario base, **esperamos el siguiente recorte de 25 pbs en las tasas de interés de la Fed para la reunión de septiembre** y un último movimiento en diciembre en esa misma magnitud. Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, anticipan tres recortes de 25 pbs en las tasas de interés para 2025, movimientos más agresivos frente al plan de recortes de tasas de interés de otros Bancos Centrales (BC) en economías desarrolladas (Gráfico 1).

El Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pbs su principal tasa de referencia hasta 2.15% y el mercado espera otra disminución de 25 pbs para lo que resta de 2025. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) mantuvo inalterada su tasa de intervención en 4.25% y el mercado también anticipa al menos un recorte adicional de 25 pbs para lo que resta de año.

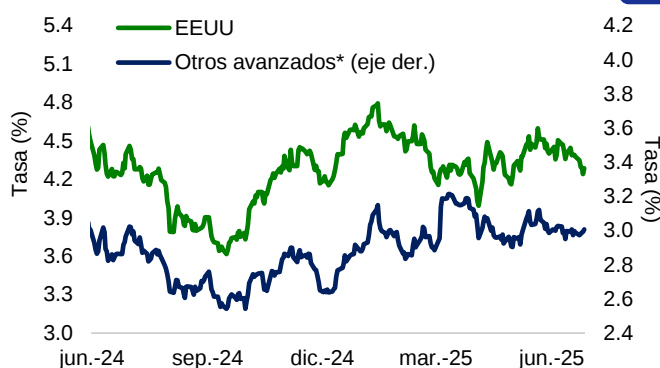
El Banco de Japón (BoJ) también dejó estable su tasa de intervención en 0.5% y anunció que a partir de 2026 moderará el ritmo al cual está reduciendo sus tenencias de activos. Actualmente, el BoJ está dejando vencer JPY

Trayectorias de tasas de política en avanzados*



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

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados



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

1

2

400,000 millones trimestrales (USD 2,760 millones), pero a partir de 2T26 y hasta 1T27 lo hará a un ritmo de JPY 200,000 millones por trimestre (USD 1,380 millones). El Banco de Canadá (BoC) también mantuvo sin cambios su tasa de referencia en 2.75%.

En LATAM, el BC de Chile y el de Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de intervención en 5% y 4.5%, respectivamente. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, las tasas de política monetaria de los BC de México y de Colombia serían las únicas que continuarían descendiendo durante los próximos 12 meses, aunque a un ritmo inferior al observado en 2024. En contraste, el BC de Brasil sigue siendo la única excepción de LATAM y en junio sorprendió al mercado elevando su tasa de referencia en 25 pbs hasta 15%.

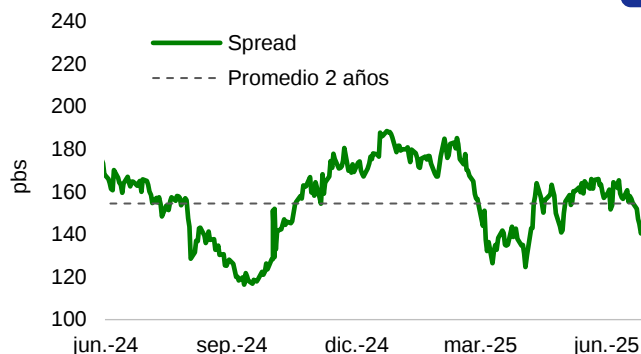
En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU disminuyeron en junio hasta niveles del orden de 4.2%. Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados también registraron movimientos bajistas en promedio, aunque en menor magnitud frente a la de los Tesoros (Gráfico 2).

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se redujo durante el último mes, ubicándose por debajo de su promedio de 2 años (Gráfico 3). El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados se frenó, en medio de descensos generalizados en las tasas de más largo plazo proporcionalmente mayores a los descensos de las tasas de bonos con menor duración (Gráfico 4). No obstante, los niveles de este diferencial siguen siendo elevados, algo que es consistente con una persistente presión fiscal y mayores exigencias de prima a término.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM también registraron reducciones, aunque leves (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 5 pbs. La prima de riesgo-país de LA5 disminuyó 10 pbs en promedio, y en la mayoría de los casos volvieron a niveles cercanos a los observados el año pasado (Gráfico 6).

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

3

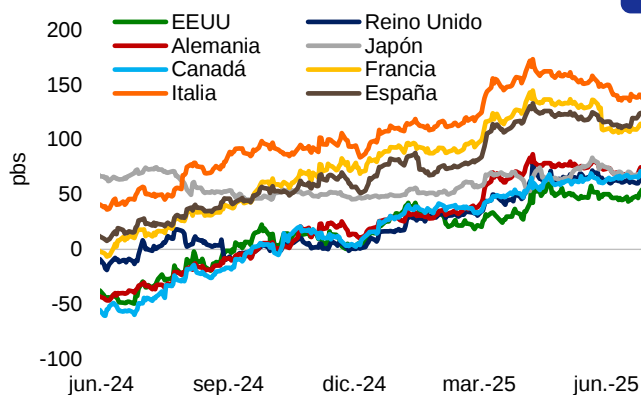


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

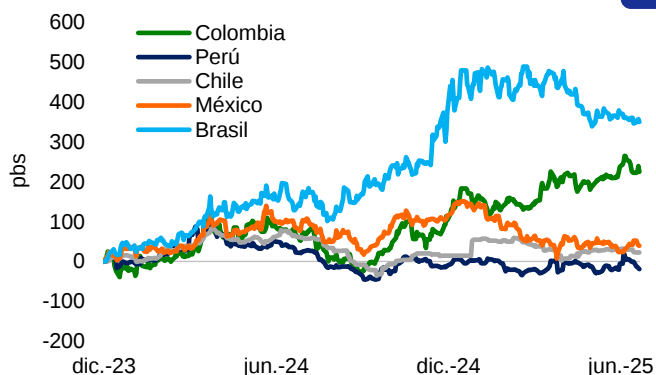
4



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.

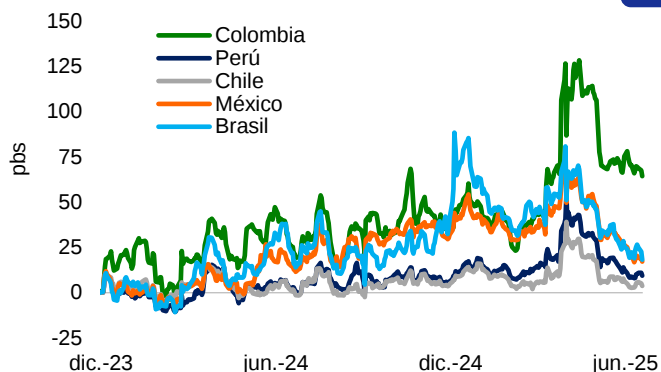
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, retornaron a terreno positivo, aunque en magnitudes muy modestas. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en mayo se registraron compras netas por USD 6,700 millones, lo que contrasta con las ventas de abril (Gráfico 7). El promedio mensual de 2T25 se sitúa en USD -2,300 millones, muy por debajo del promedio-mes de USD 23,800 millones de 1T25.

Por clase de activos, las compras de mayo estuvieron concentradas en títulos de renta variable con una entrada mensual de USD 7,000 millones, mientras que los instrumentos de renta fija registraron salidas por USD 300 millones. La información preliminar de junio, según cifras de EPFR, sugiere un mayor apetito relativo hacia bonos. Este comportamiento es consistente con las valorizaciones observadas en los títulos de deuda globales, así con reducciones en la prima de riesgo-país de economías emergentes.

En línea con lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos sugieren que estas compras de activos EM se habrían acelerado en junio. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por USD 6,900 millones.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

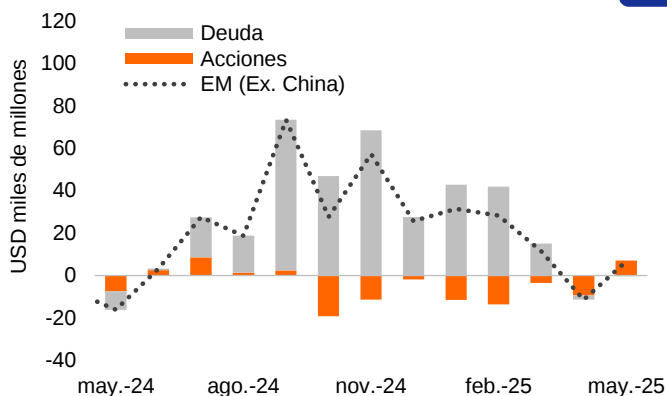
6



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 rendimientos de los TES llegaron a operar en junio en máximos desde principios de 2023, en medio de una fuerte especulación alrededor de la activación de la cláusula de escape en la Ley de Regla Fiscal. Sin embargo, como consecuencia de la nueva estrategia de financiamiento de la Nación revelada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025 (MFMP25), los TES corrigieron buena parte de estas desvalorizaciones durante la segunda mitad del mes.

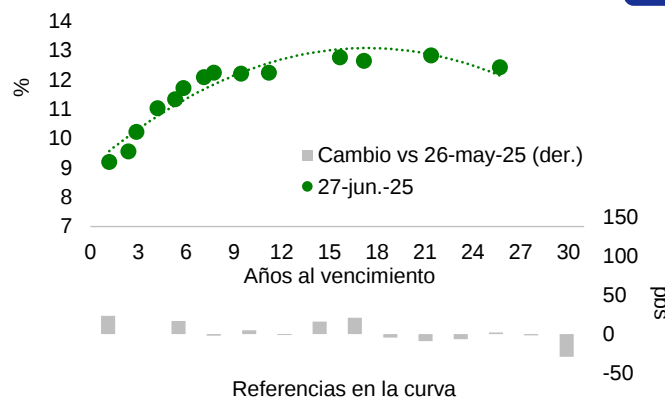
La nueva estrategia del MFMP25 para los próximos años consiste en evitar un aumento significativo en la oferta de TES a través del mercado, algo que por un lado suaviza las presiones alcistas en el costo de financiamiento de la Nación, pero al mismo tiempo incrementa los riesgos de refinanciamiento. El MFMP25 también trazó como objetivo aliviar de manera estructural las presiones de caja que actualmente enfrenta el Gobierno, una situación que tiene unos potenciales efectos muy dañinos sobre la operatividad del Estado y de la economía.

En este sentido, la estrategia implícita en el MFMP25 contempla: i) construir a partir de este año una reserva estratégica de liquidez (disponibilidad final) que permita atender las tensiones de caja; ii) recomponer y aumentar las fuentes de financiamiento externo; iii) reducir la meta de colocaciones directas con entidades públicas frente a lo programado previamente; y iv) darle mayor relevancia a las operaciones de Tesorería, como aumentar las emisiones de TES de corto plazo (TCO) con el objetivo de reducir.

En junio se realizó el segundo canje explícito anunciado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el cual fue por COP 3.1 billones y consistió en retirar de circulación TES2026, entregando TES2029, TES2033, TES2040, TES2046 y TES2050. La operación volvió a lograr una demanda importante de COP 4.7 billones, permitiendo convocar un porcentaje adicional por subasta no competitiva a la misma tasa de corte y por el 50% de lo adjudicado.

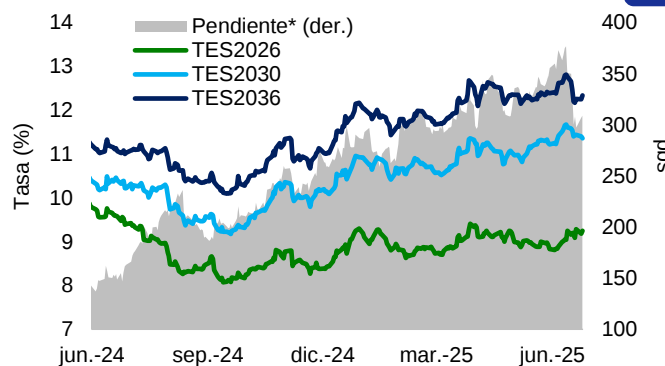
Los volúmenes de negociación en el mercado secundario ascendieron, en línea con la ampliación en el monto de las subastas competitivas. La demanda de inversionistas en el mercado primario aumentó y la demanda de

Evolución mensual de la curva TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y diferencial intertemporal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

8

9

inversionistas extranjeros por TES también se recuperó frente a meses previos, a pesar de la turbulencia fiscal local.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP, excluyendo los TES2025, se mantuvo relativamente estable frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva descendió 32 pbs hasta niveles de 305 pbs, aunque permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 9).

A pesar de las recientes operaciones de canje, los TES COP del tramo más corto de la curva registraron aumentos en sus rendimientos, lo que responde a una corrección técnica luego de varios meses de fuertes valorizaciones. De esta forma, los rendimientos de los TES2026 se incrementaron 23 pbs hasta niveles de 9.2%.

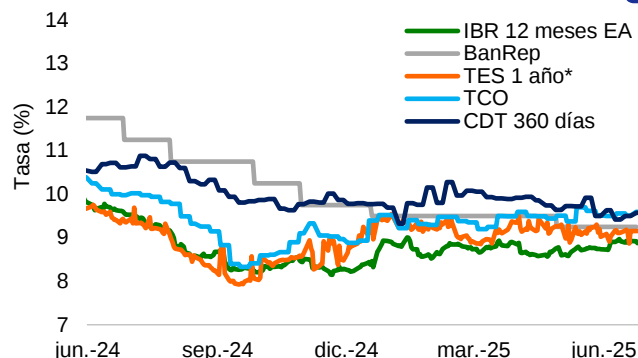
Las tasas de interés de los TCO se redujeron levemente hasta un promedio de 9.54% en junio. Este movimiento estuvo en línea con el comportamiento de los rendimientos de los TES a 1 año en la curva cero-cupón, que disminuyeron hasta un promedio de 9.10%. En contraste, las tasas de los swaps IBR a 12 meses se incrementaron hasta 8.87% y siguen incorporando expectativas de una flexibilización monetaria más lenta de BanRep en los próximos años (Gráfico 10). Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días descendieron hasta niveles cercanos a 9.52%. Así, el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO se cerró en junio.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 5 pbs. Los rendimientos de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, descendieron 5 pbs hasta niveles de 11.1%.

Las tasas de los TES COP de más largo plazo permanecieron relativamente estables frente a la fecha de corte de nuestro último informe. Los TES2046 y TES2050 fueron los más afectados en este tramo con incrementos en tasa de 18 pbs hasta niveles de 12.1% y 12.25%, respectivamente. En contraste, los títulos de mayor duración en la curva (TES2046 y TES2050) mostraron valorizaciones del orden de 15 pbs hasta niveles promedio de 12.64%.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

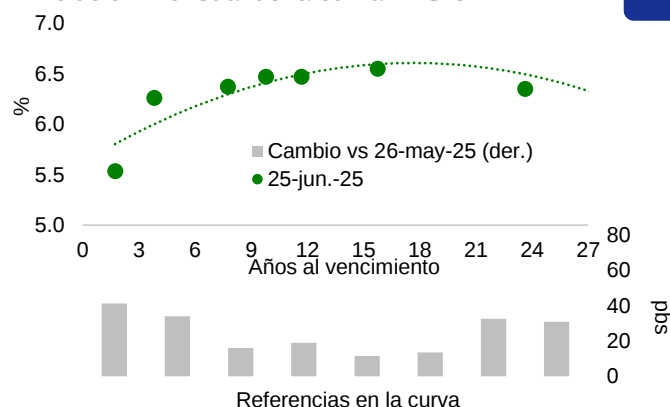
10



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

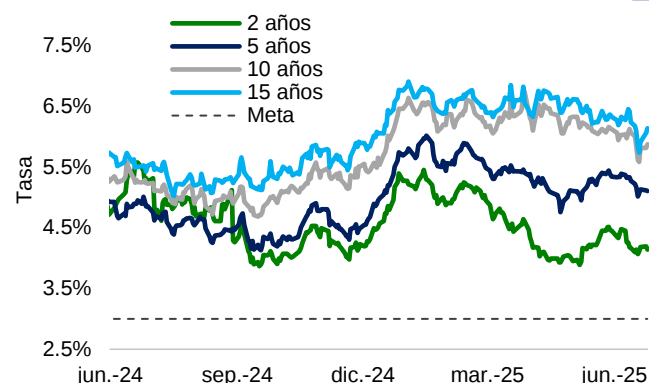
11



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

12



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

La curva de rendimientos de los TES UVR emuló el comportamiento de la curva TES COP y registró un movimiento alcista de 26 pbs, en promedio. En el tramo corto de la curva, las tasas de los TES2027 aumentaron 48 pbs hasta 5.53%, lo que es consistente con la sorpresa a la baja de la variación del IPC de mayo (Gráfico 11). En el tramo medio de la curva se registraron desvalorizaciones de 40 pbs, mientras que los rendimientos del tramo largo se incrementaron 20 pbs, donde sobresalen las desvalorizaciones de 33 pbs en las tasas de los TESUVR2055 hasta 6.19%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió hasta niveles del orden de 5.28%, especialmente las implícitas a 2 y 5 años (Gráfico 12). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también disminuyó hasta niveles de 5.57%. A pesar de estas correcciones, en ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES, estas todavía se mantienen por encima de los registros de años anteriores y también de la meta de inflación de 3% del BanRep.

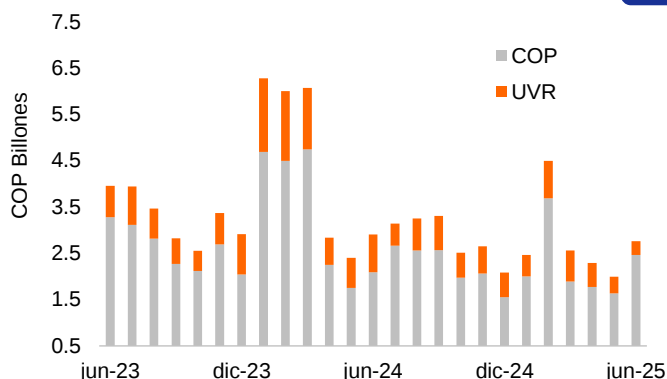
El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.8 billones en junio, superior a los volúmenes promedio registrados en mayo, aunque inferior a los COP 2.9 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 13). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2046 y TES2050, los cuales están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado. 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 bajista de 16 pbs en todo su nivel, especialmente en las referencias de largo plazo. La tendencia bajista en la curva TES USD también es consistente con el comportamiento de los CDS a 5 años del país en el último mes.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total hasta el 25 de junio asciende a COP 30.3 billones, lo que representa un cumplimiento del 51% de la meta estipulada en el MFMP25 (COP 59.5 billones). A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es inferior al 59.2% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al 53.8% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 14).

Volumen de negociación promedio-día en SEN

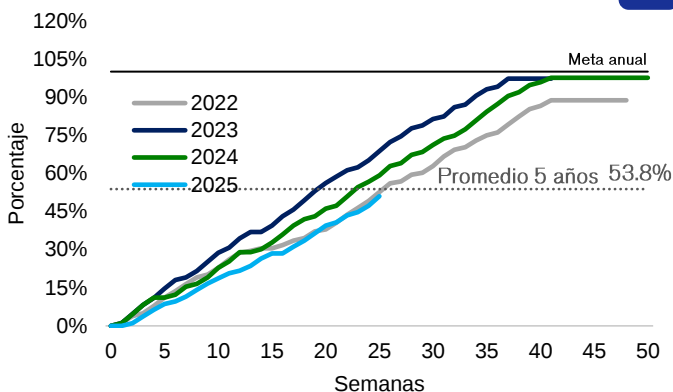
13



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

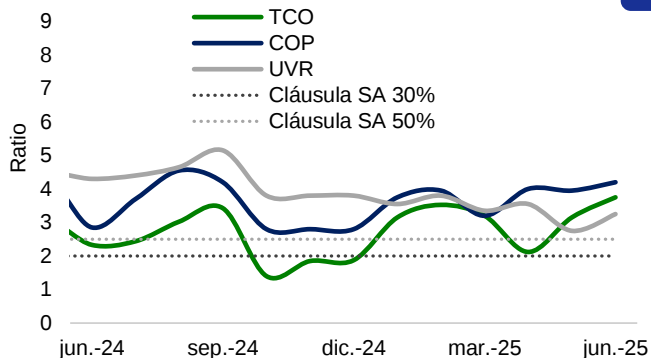
14



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.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 21.2 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 13.5 billones de TES COP; y ii) COP 7.6 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 9.2 billones.

Las subastas en el mercado primario están evidenciando un mayor apetito de los inversionistas por TES. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en junio repuntaron hasta un promedio de 12.64% y el *bid-to-cover* del mes se elevó hasta un promedio de 4.2 veces, alcanzando máximos desde septiembre de 2024. En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio ascendieron hasta máximos históricos de 6.31% y el *bid-to-cover* aumentó a 3.3 veces.

Con relación a las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 12.1 billones, cerca de un 75.4% del cupo total. Las tasas de corte de estos títulos en las subastas de junio registraron un promedio de 9.54%, al tiempo que el *bid-to-cover* se recuperó en el mes y alcanzó un promedio de 3.8 veces (Gráfico 15).

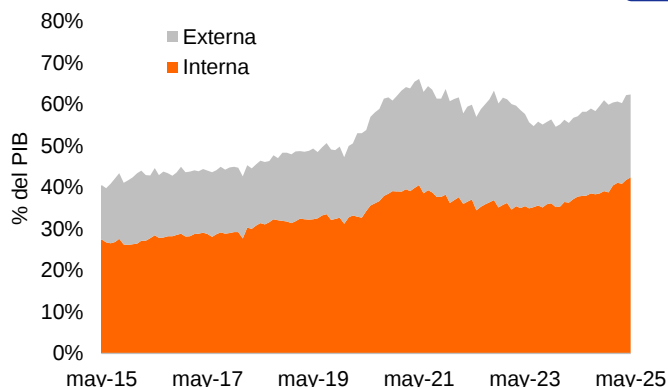
Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de mayo, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,091 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal el saldo de la deuda pública total se sitúa en 62.4%, superior al 57.1% del mismo mes de 2024. El saldo de la deuda interna se situó en 42.4% del PIB, superior al 37.8% del mismo mes del año anterior, mientras que el de la deuda externa se ubica en 20%, también por encima al 19.3% de mayo de 2024 (Gráfico 16).

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, los datos de tenedores de TES de mayo, publicados por el MHCP, dieron cuenta de un mayor apetito por parte de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE).

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) fueron compradoras por COP 119 mil millones y mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES con una participación de 32.4% del saldo total de la deuda pública (Gráfico 17). Los bancos comerciales fueron vendedores en COP 4.8 billones, tras 3 meses

Saldo de la deuda bruta total del GNC

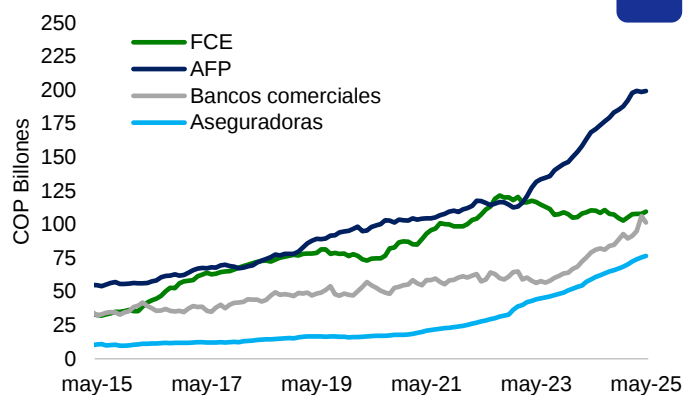
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

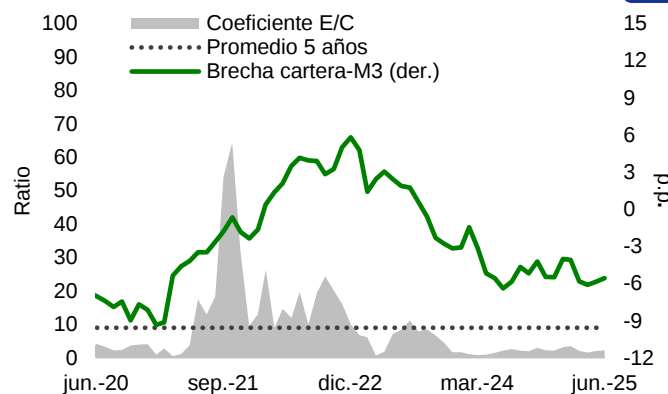
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

consecutivos en terreno positivo. En efecto, su participación sobre el saldo total disminuyó hasta un 15.6%.

Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.1 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 11.9%. En cuanto a los hacendados de política, el MHCP realizó compras en mayo por COP 1.2 billones, mientras que BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en mayo.

Por su parte, los FCE fueron compradores netos por quinto mes consecutivo y en mayo adquirieron COP 1.8 billones. De esta forma, los FCE se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES, después de las AFP, con una participación de 17% del saldo total de la deuda pública interna. Según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo compradores netos por COP 110 mil millones en junio. Las cifras preliminares de inversión de portafolio para el mismo mes en balanza cambiaria dan cuenta de entradas por USD 371 millones.

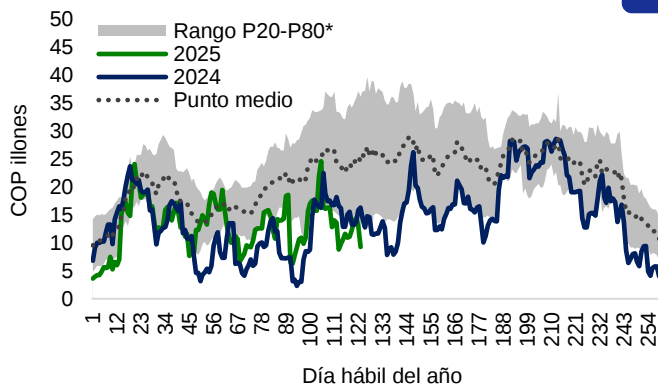
En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en junio en un promedio-día de COP 17.5 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 16.7 billones). El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 14.6 billones, con una utilización que bordeó el 63%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 11.2% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se redujo levemente frente a mayo y se situó en COP 7.8 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) ascendió en junio hasta 2.2 veces, aunque permanece por debajo del promedio de los últimos 5 años. La brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos 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 9.3 billones (Gráfico 19), cifra que es inferior a los COP 16.3 billones del mismo periodo acumulado de 2024 y permanece muy por debajo del punto medio de los últimos 10 años (COP 24.6 billones),

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

19

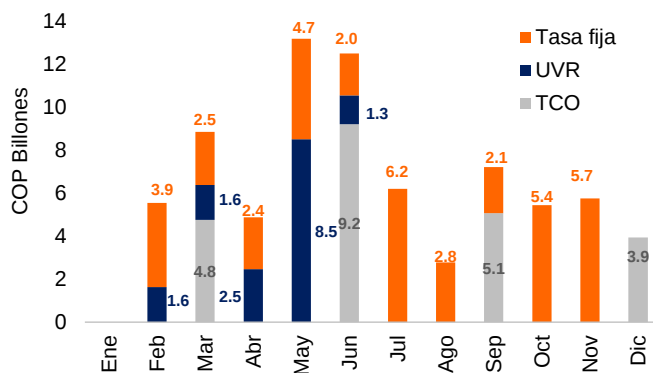


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Excluye el percentil 20 alto y bajo de la distribución en los últimos 10 años.

Pago de cupones y vencimientos en 2025

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

lo que continúa evidenciando fuertes presiones sobre la posición de caja del Gobierno.

Para el mes de julio se estima una entrada de recursos al sistema por COP 6.2 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES, derivadas del pago del cupón de los TES2036 y de los TES2046 (Gráfico 20).

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 5.88% hasta 6.17% y permanece por encima a la tasa promedio de 3.73% de toda la muestra. Sin embargo, lo anterior incorpora una prima de riesgo que es muy superior en 128 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 superior.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2026 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 se encuentra dentro de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES se elevaron hasta 7.3% y se mantienen por encima de la media muestral de 4%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 1.97 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 0.9 p.p.

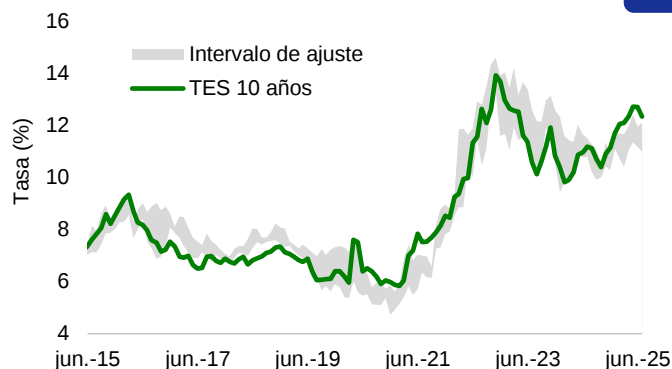
Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2031 y TES2032, con un espacio de valorización de hasta 48 pbs.

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 TESUVR2033, con un espacio de valorización de 20 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 TESUSD2027 y TESUSD2035 como los bonos con

Niveles justos de los TES de largo plazo

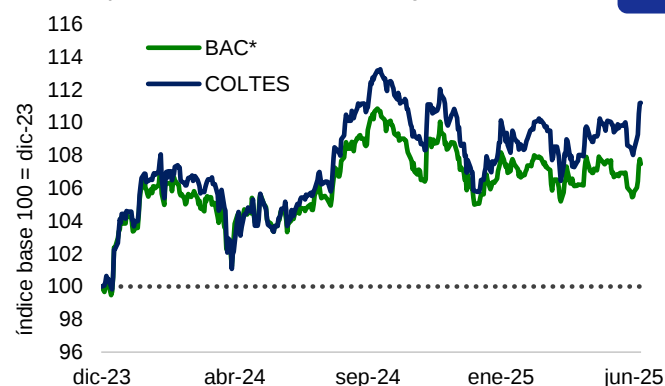
21



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

Desempeño del índice de renta fija - BAC

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 46 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 12% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 12.25%, lo anterior sugiere un margen de valorización alrededor de 22 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 0.17% en junio. Este retorno fue inferior al 1% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC disminuyó desde 4.42% en abril hasta 3.33% en mayo (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo medio y largo de la curva en casi un 91%. Allí se destacan los TES2029 (35%), los TES2030 (25%) y los TES2032 (21.1%).

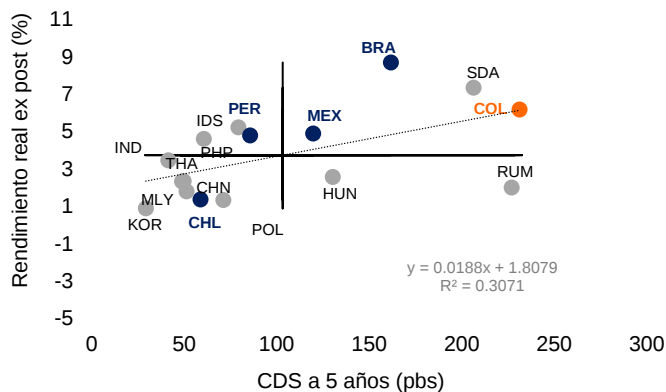
Expectativas de corto plazo

La desconexión entre las expectativas del mercado y de la Fed, producidas por factores que lucen de carácter transitorio, abren la posibilidad a un reajuste no despreciable en los precios de los activos financieros internacionales. En particular, 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 un espacio de desvalorización del orden de 20 pbs frente a los niveles actuales.

En plano local, tras la fuerte valorización observada luego de la publicación del MFMP25, luce muy estrecho el margen de ganancia de los TES. Las recientes decisiones de Moody's y S&P, recortando un escalón la nota soberana de Colombia, era un evento ampliamente anticipado por el mercado. Sin embargo, es muy probable que parte de estos anuncios no se hayan descontado del todo, particularmente la decisión de degradar la nota de la deuda soberana de largo plazo en COP de BBB- a BB+, algo que implica potenciales ventas de TES COP teniendo en cuenta que Colombia hace parte de algunos índices de renta fija soberana con grado de inversión en moneda local que muchos fondos de capital extranjero utilizan para replicar.

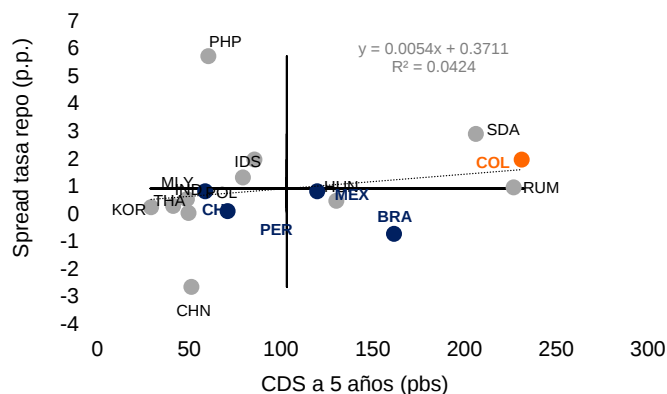
Bajo este contexto, **anticipamos para julio niveles de objetivo de 9.2% para los TES2026 y de 12.5% para los TES2036**. Dada la fuerte desvalorización que tuvieron los TES UVR en el último mes, al tiempo que la inflación podría dar sorpresas alcistas en los próximos meses, técnicamente el margen de ganancia en los títulos de menor duración en esta curva es muy atractivo.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



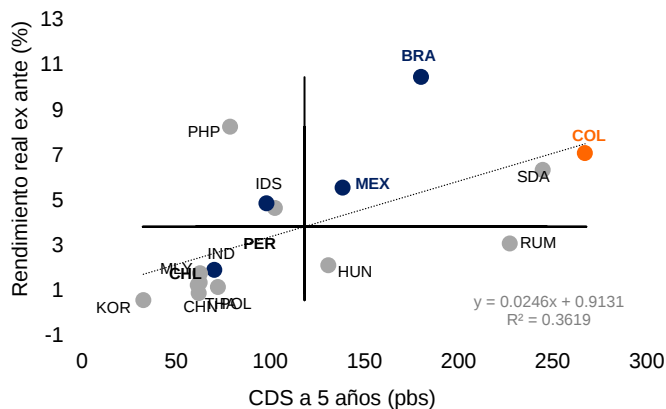
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



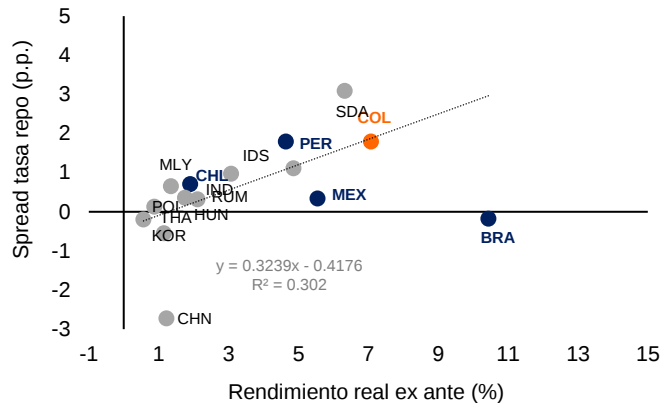
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



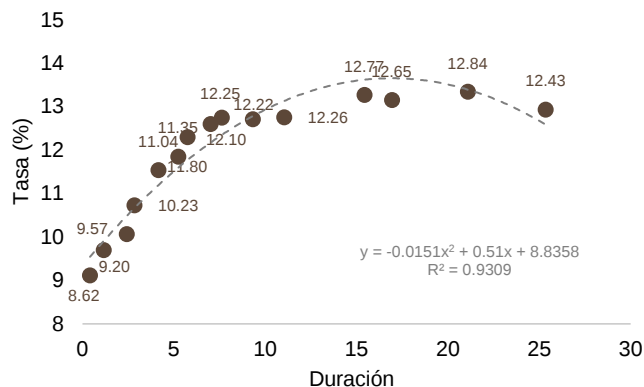
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



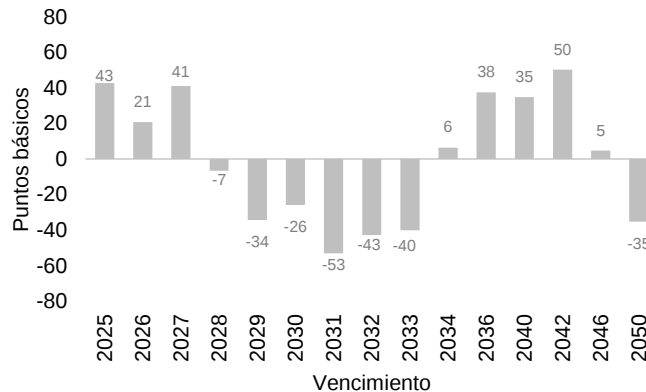
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



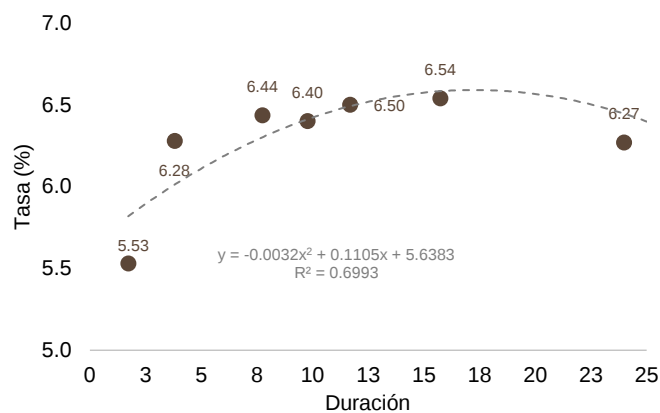
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



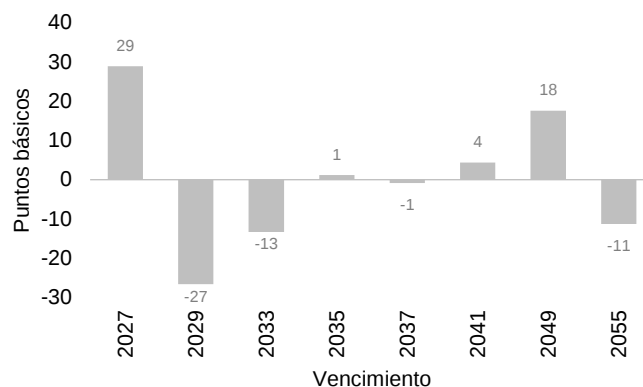
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



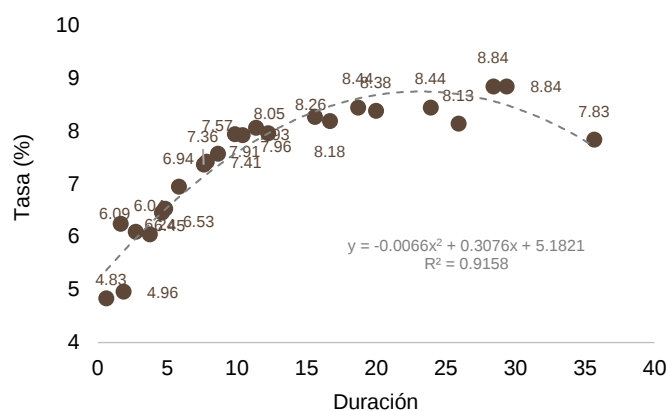
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



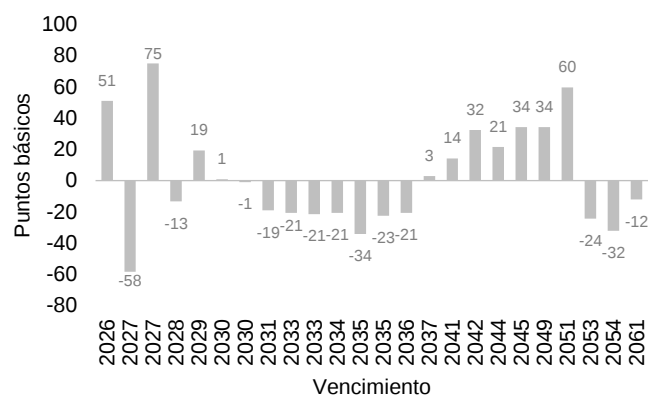
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



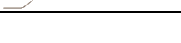
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.4	8.50	-35	-20	7	
TFIT15260826	ago-26	7.50	1.0	9.13	16	-17	-40	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.1	9.60	1	-45	-42	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.4	10.16	13	-31	-1	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.9	10.98	-4			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.7	11.25	-5	32	87	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.2	12.12	42	97	176	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.2	11.67	-5	39	110	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.6	12.04	19	47	136	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.5	12.17	14	42	141	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.6	12.21	0	31	133	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.2	12.21	-16	4	112	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	12.72	-10			
TFIT21280542	may-42	9.25	7.2	12.65	5	9	110	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.6	12.78	-6	0		
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.6	12.44	-28	-21	87	

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

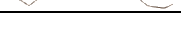
Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11170327	mar-27	3.30	1.6	5.60	52	82	37	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.5	6.23	34	117	74	
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.4	6.44	27	114	95	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.3	6.42	17	101	84	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.6	6.48	17	102	85	
TUVT32160641	mar-41	5.00	10.0	6.56	15			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.6	6.33	31	127	83	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.8	6.20	31			

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	0.6	4.83	14	-70	-98	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.5	6.24	-24	-9	34	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.7	4.96	-1	-93	-114	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.3	6.09	-5	-35	-3	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.3	6.04	-9	-46	-61	
COLGLA30	ene-30	3.00	4.0	6.45	-19	-46	-48	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.9	6.53	-19			
COLGLB31	abr-31	3.13	5.0	6.94	0	-27	-9	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.7	7.15	-14	-26	0	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.2	7.36	6	31	16	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.6	7.41	-12	-18	4	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.5	7.93	-8			
COLGLA35	nov-35	8.00	6.6	7.91	-6	3	33	
COLGLB36	oct-36	7.75	7.0	8.05	-9	3		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.3	7.96	-11	4	30	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.8	8.26	-11	5	45	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.1	8.18	-10	6	48	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.8	8.44	-12	12	51	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.6	8.38	-15	6	51	
COLGLB49	may-49	5.20	11.0	8.44	-10	10	55	
COLGLB51	may-51	4.13	12.1	8.13	-10	12	54	
COLGLB53	nov-53	8.75	9.8	8.84	-14	20	61	
COLGLB54	oct-54	8.38	9.9	8.84	-18	20		
COLGLB61	feb-61	3.88	13.0	7.83	-15	-6	45	

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.

