



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Marzo 30 de 2026

En niveles justos

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 pública aumentaron significativamente durante el último mes, especialmente aquellas de títulos con menores vencimientos, las cuales alcanzaron sus niveles más altos desde 2022. Lo anterior se ha dado en medio de una agudización del conflicto en Medio Oriente y un deterioro de las condiciones financieras globales. Las expectativas implícitas de tasas de política monetaria ahora anticipan incrementos este año, aunque de manera heterogénea ante la disparidad esperada en la ola inflacionaria que se avecina en los próximos meses.

La demanda de inversionistas extranjeros por títulos de deuda en mercados emergentes se desaceleró en febrero a sus niveles más bajos en 10 meses. La información preliminar de marzo sugiere ventas masivas de hasta USD 50,000 millones, consistente con un incremento en los niveles de aversión al riesgo global. Dichas salidas se estarían concentrando principalmente en mercados de Asia (sin China), lo que mejora en términos relativos el atractivo de LATAM dada su posición geográfica y estratégica en materia energética y agrícola.

En el plano local, las tasas de interés del mercado aumentaron con fuerza en marzo y la curva de TES COP se invirtió por primera vez en su historia. Lo anterior se dio en medio de un deterioro en la percepción de riesgo-país, presiones fiscales locales y una percepción de exceso de oferta de títulos en el mercado. La posibilidad de que BanRep siga aumentando agresivamente su tasa de referencia ha sido otro determinante de este comportamiento.

La actualización del Plan Financiero de 2026, así como la socialización al detalle de las cuentas por parte de Crédito Público, mitigaron las desvalorizaciones de la curva. Para las primeras semanas de abril se tiene previsto ejecutar una recompra de TES por COP 10-12 billones. Crédito Público también anunció que no se realizarán más canjes de deuda en lo que resta de la actual administración y que antes de julio se liquidará la operación del TRS, anunciando además que los TES del colateral también se cancelarán para no afectar el flotante de títulos.

Bajo este contexto, el nivel de la caja en COP del Gobierno permanece bajo frente a sus puntos de referencia históricos para esta época del año. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario se redujeron levemente en marzo y el apetito por TES se mantiene débil, en medio de unas mayores exigencias de tasa de los inversionistas.

Contexto internacional

Las tasas de interés en los mercados de deuda pública aumentaron significativamente durante el último mes, especialmente aquellas de títulos con menores vencimientos, las cuales alcanzaron sus niveles más altos desde 2022. La volatilidad observada e implícita de los bonos soberanos también ha mostrado un incremento no despreciable, en medio deterioro de las condiciones financieras globales.

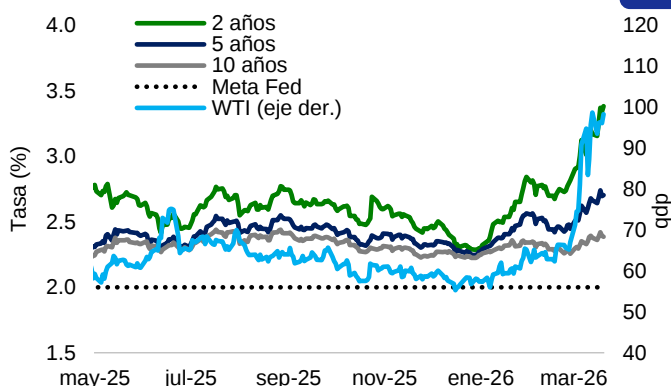
Lo anterior responde en su totalidad al actual conflicto en Medio Oriente (MO), el cual ha generado disrupciones significativas en las cadenas de suministro principalmente del segmento energético. Esto ha desencadenado una fuerte disparada en los precios del petróleo, del gas natural y de muchos insumos de sectores estratégicos como el agropecuario y la industria, lo que ha producido temores de una ola inflacionaria comparable a la de 2022-2023.

Las expectativas de inflación implícitas en el mercado han reaccionado al alza ante este contexto. En particular, en el caso de EEUU, donde se estima que el efecto inflacionario de este choque sea relativamente menor, las inflaciones implícitas a 2, 5 y 10 años han aumentado hasta niveles cercanos al 3% (Gráfico 1). En Europa, las mismas expectativas implícitas en el mercado de deuda han subido hacia niveles que bordean el 3.5%, lo que equivale a un incremento cercano a 150 pbs frente a los niveles que se tenían previo a la guerra en MO.

Esta situación también ha modificado las expectativas de tasas de política de los principales faros monetarios de mercados avanzados, donde ahora se estiman incrementos en los tipos de interés especialmente en Europa y Asia (Gráfico 2). Esto no solo contrasta con el sesgo bajista que predominaba en las trayectorias esperadas hace apenas un mes (ver “Presión convenida” en [IMDP – Febrero de 2026](#)), sino que además constituye una divergencia monetaria entre EEUU y el resto de avanzados.

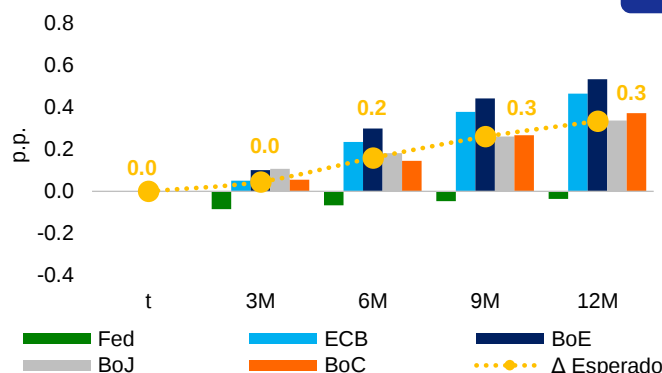
En EEUU, la Fed mantuvo estable sus tasas de interés en el rango 3.5% - 3.75% y sigue anticipando un recorte de 25 pbs adicional para lo que resta de 2026. Sin embargo, ante los riesgos inflacionarios que se avecinan es previsible que dicha expectativa pueda ser ajustada

Inflaciones implícitas en EEUU vs petróleo WTI



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

*Trayectorias de tasas de política en avanzados**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y de deuda pública.

relativamente pronto y se incline hacia un periodo de estabilidad, algo que se ha constituido en nuestro nuevo escenario base de tasas de interés de la Fed para este año (ver “Sin recortes, por ahora” en [CE – Marzo 24 de 2026](#)). En línea con lo anterior, las expectativas implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, descuentan estabilidad de tasas durante todo 2026.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros a 10 años en EEUU, alcanzaron niveles de 4.4% en marzo, máximos no vistos desde julio de 2025. Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia, aunque en una magnitud mayor, principalmente los títulos europeos.

Como consecuencia de lo anterior, el *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas volvió a disminuir y permanece muy por debajo de su promedio histórico (Gráfico 3). Al mismo tiempo, la pendiente en las curvas de bonos soberanos de mercados desarrollados se redujo significativamente en marzo y la prima a término, en casi todos los casos, cayó a mínimos de prácticamente 1 año (Gráfico 4).

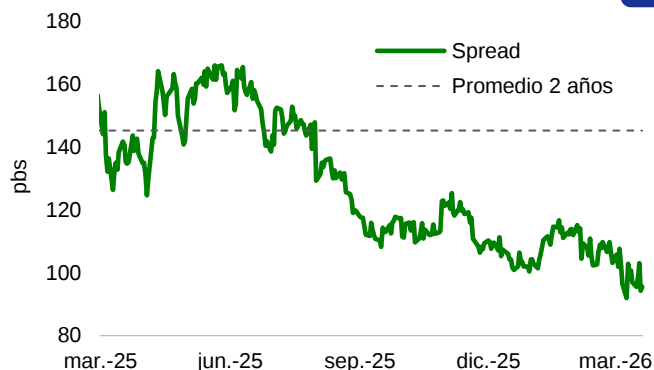
En LATAM, según lo evidencia las expectativas de tasas de política implícitas en los mercados monetarios, el sesgo para todo 2026 es ligeramente bajista, especialmente en Brasil donde los inversionistas anticipan recortes adicionales de 250 pbs y sería una de las economías más beneficiadas en el contexto actual dadas sus dotaciones estratégicas de productos agrícolas y de energéticos en el hemisferio occidental. El contraste de la región sigue siendo Colombia, donde el mercado anticipa aumentos de hasta de 225 pbs adicionales en la tasa de interés de BanRep.

Los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) registraron en marzo aumentos en promedio de 45 pbs (Gráfico 5). En línea con este movimiento, la prima de riesgo-país de LA5 ascendió 11 pbs (Gráfico 6). Es de destacar en este entorno el caso de Colombia, donde los CDS a 5 años persisten por encima del promedio regional con una brecha que se ubica en niveles de 126 pbs.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, completaron 9

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

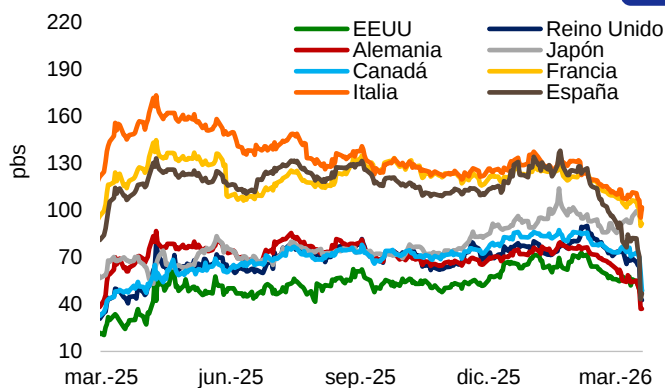
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

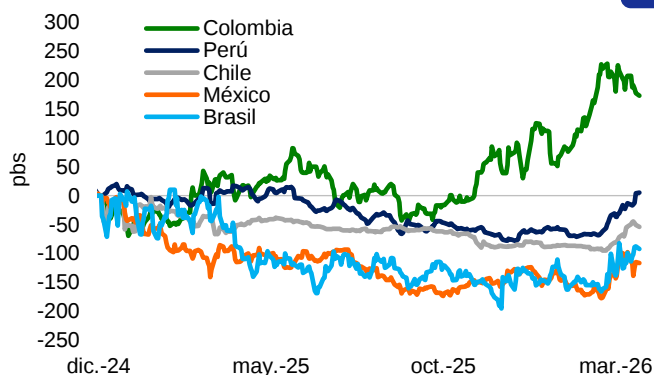
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



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

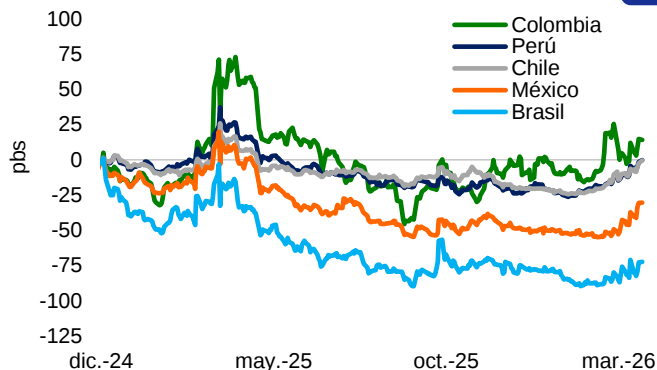
meses consecutivos en terreno positivo, aunque registraron una desaceleración no despreciable como resultado de la coyuntura internacional. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas netas en títulos de renta fija fueron de USD 13,841 millones, muy por debajo de los USD 63,000 millones de enero y del promedio de USD 34,800 millones. Por regiones, las que más atraieron flujos fueron Asia (sin China) y LATAM, con entradas netas mensuales hacia títulos de deuda de USD 5,500 y USD 4,300 millones, respectivamente (Gráfico 7).

En el acumulado del año, la demanda extranjera por bonos EM sin China ascendió a USD 76,500 millones. Este importe superó las compras netas de USD 65,700 millones del mismo periodo de 2025, aunque por la coyuntura es factible que la cifra de todo 1T26 muestra promedios similares a los de un año atrás. La región con la mayor participación fue Asia sin China (32.4%), seguida de LATAM (29.6%), Europa (22%) y África y MO (16%).

Según lo que sugieren algunas variables proxy de flujos de inversión hacia EM, en marzo el apetito de los inversionistas por activos de mercados EM se habría deteriorado significativamente. Algunos cálculos de analistas extranjeros señalan ventas masivas de activos financieros de mercados emergentes hasta por USD 50,000 millones, principalmente de mercados de Asia. Esto es consistente con el adverso contexto internacional marcado por las tensiones geopolíticas en MO, que han disparado los niveles de aversión al riesgo global.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

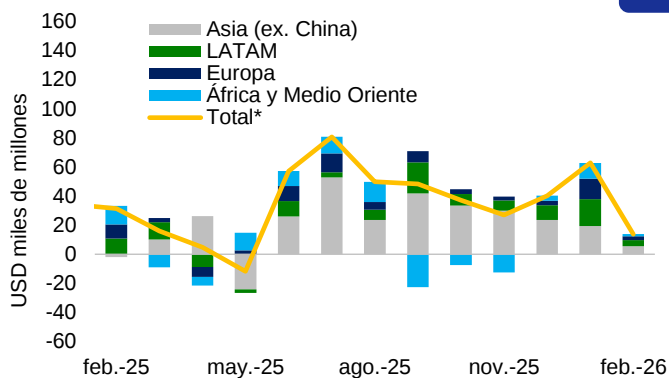


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2024.

Compras netas de no residentes en renta fija EM

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Inversión de cartera hacia títulos de deuda excluyendo a China.

Mercado local

Las tasas de interés de los TES volvieron a incrementarse en marzo y alcanzaron niveles de estrés del orden de 14%, en línea con lo que habíamos advertido recientemente (ver “Presión convenida” en [IMDP – Febrero de 2026](#)). Lo anterior se dio en medio de un ambiente volátil característico de la temporada de elecciones presidenciales, un deterioro en la percepción de riesgo-país, presiones externas de tasas de interés, presiones fiscales locales y una fuerte emisión de colocaciones convenidas con entidades públicas. La posibilidad de que BanRep siga aumentando agresivamente su tasa de referencia, a pesar del respiro que ha dado la inflación en el primer bimestre del año (ver “Inflación vs crecimiento: otra vez el dilema” en [IMCE – Marzo de 2026](#)), mantiene invertida la curva de rendimientos.

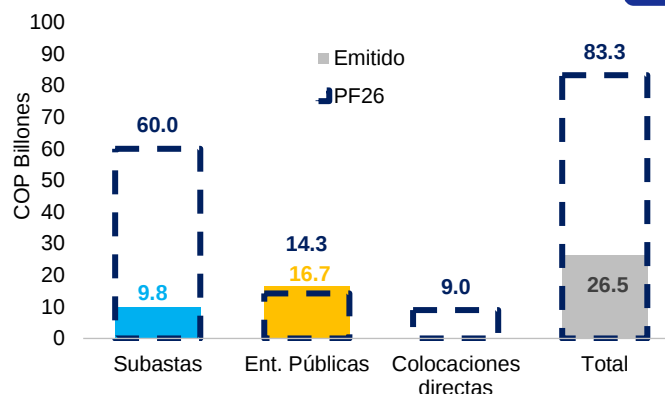
El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) finalmente publicó la actualización del Plan Financiero de 2026 (PF26), en el cual se confirmó lo ya en febrero había anunciado no oficialmente la Dirección general de Crédito Público (DGCP). En esencia, se contemplan desembolsos por COP 85 billones, de los cuales COP 62 billones son subastas del esquema de creadores de mercado (incluye COP 2 billones de TES verdes). Los restantes COP 23 billones se dividen en COP 14 billones de colocaciones convenidas con entidades públicas, un cupo casi el doble de lo previsto inicialmente (COP 8 billones) y COP 9 billones de colocaciones directas de TES con inversionistas privados.

En lo que va corrido de 2026, el ritmo de las colocaciones convenidas sigue siendo muy acelerado y generando presiones de oferta en el mercado, principalmente en los títulos de corto y mediano plazo. Según nuestros cálculos, estos desembolsos en marzo alcanzaron a ascender hasta COP 16.7 billones, por encima de la nueva del PF26 (Gráfico 8).

La DGCP anunció recientemente detalles de su plan de financiamiento y otras operaciones que aliviaron las tensiones del mercado¹. En particular, se destaca la

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

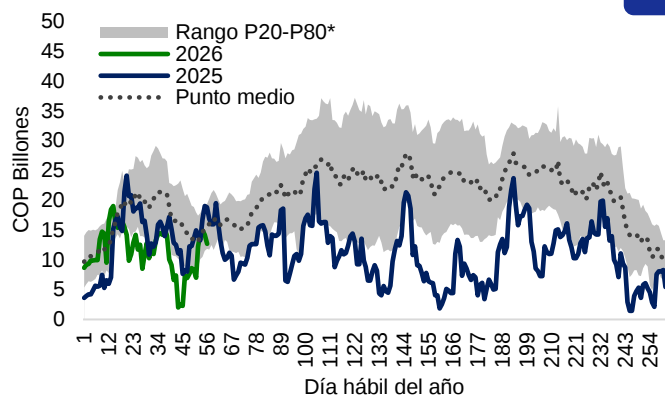
8



Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

9



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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

¹Recientemente, la DGCP anunció que: 1) espera cerrar la operación del *Total Return Swap* (TRS) antes de las elecciones de mayo, aprovechando las condiciones del mercado y los altos niveles de caja en USD; 2) los TES entregados como colateral del TRS serán cancelados, aunque no existe certeza sobre lo que se hará con los Tesoros entregados para el mismo propósito; 3) se está evaluando la posibilidad de emitir TES indexados a la IBR para minimizar el impacto de una tasa fija muy alta sobre el costo de financiamiento de la Nación; 4) se limpian de las fuentes los COP 9 billones

oferta de recompra de TES (*Tender Offer*) por COP 10-12 billones, la cual se realizará durante las primeras semanas de abril. Esta operación se enfocará en retirar TES (COP y UVR) con cupones muy por debajo de las tasas de mercado y que resultan poco atractivos para los inversionistas.

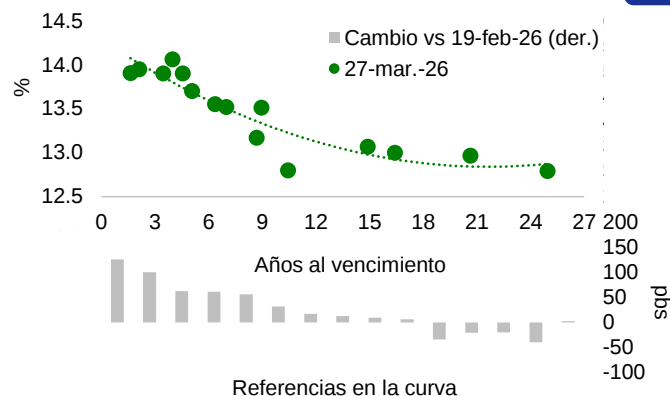
Esta operación de recompra de títulos se realizará principalmente con caja, en un entorno donde la presión sobre la posición de liquidez en COP del Gobierno permanece elevada. El saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 20 de marzo se ubicó en COP 12 billones, nivel que se encuentra cerca al límite inferior de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9). Por su parte, aunque no se conoce el monto de la caja en USD, la DGCP anunció se encuentra en niveles altos y suficientes para pagar el TRS antes de mayo.

Previo a estos anuncios de la DGCP, se realizó un segundo canje explícito de deuda interna por COP 2.6 billones con los creadores de mercado. La operación consistió en retirar TCO con vencimientos en junio, agosto, septiembre, octubre, noviembre y diciembre por COP 1.1 billones, y también TES2026 y TES2029 por COP 1.5 billones, entregando TES2028, TES2033 y TES2035 por COP 2.6 billones. Esta operación contribuyó a mejorar el perfil de amortizaciones y mitigar el riesgo de refinanciamiento en 2026. Asimismo, permitió sondear el apetito de los inversionistas, los cuales continúan demandando tasas elevadas.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó al alza en promedio 53 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron, una vez más, en los nodos de la parte corta y media de la curva, que han sido los más afectados por el ciclo de endurecimiento monetario de BanRep y la mayor oferta de títulos por subastas este año. La curva se invirtió considerablemente y la pendiente se redujo hasta -110 pbs, algo nunca visto en el mercado local (Gráfico 11).

Evolución mensual de la curva TES COP

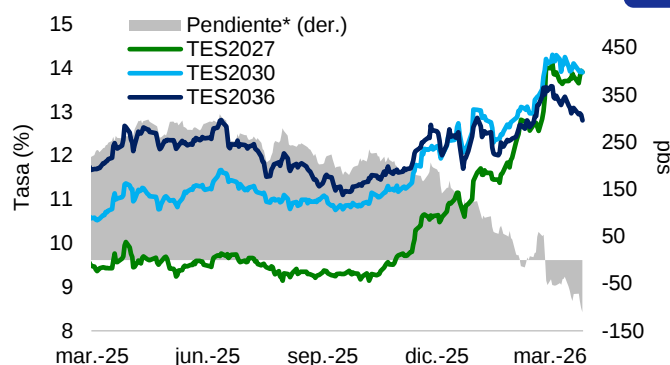
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2027.

de colocaciones directas y se sustituyen como subastas con en el mercado, siempre y cuando el apetito de los inversionistas supere un *Bid-to-Cover* de 3 veces y que las tasas sean favorables para la Nación; 5) no habrá más canjes en COP y moneda extranjera, así como operaciones de crédito similares al TRS para lo que resta de la administración del actual Gobierno; y 6) se hará una recompra de TES por COP 10-12 billones que busca reducir el saldo de la deuda interna y generar ahorros en el pago de intereses para 2026.

En el tramo corto de la curva, las desvalorizaciones en tasa fueron de 113 pbs. Allí sobresalen los aumentos de 125 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 13.9%, alcanzando máximos desde 2022. Este comportamiento recoge el movimiento de las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario, las cuales se ubican en niveles de 12.75% y anticipan un pico del actual ciclo alcista de BanRep sobre esos valores (Gráfico 12).

En las últimas subastas de TCO, los rendimientos de estos papeles aumentaron hasta 13.45%, lo que refleja no sólo las expectativas de mayores tasas de BanRep, sino las consecuentes mayores exigencias de tasa por parte de los inversionistas (baja demanda). Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 12.09% promedio, pero siguen muy por debajo de las tasas de los TCO. Es de esperar que estas tasas también continúen con esta tendencia alcista, en medio de una mayor competencia por captaciones suscitada por la disparada de los TCO.

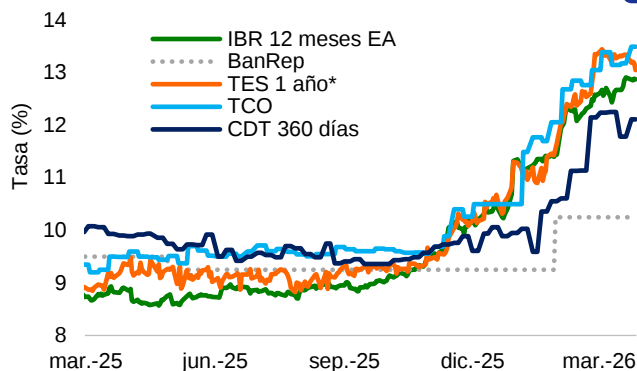
En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 53 pbs. El rendimiento de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementó 62 pbs hasta niveles de 13.9%. En contraste, en los TES COP de mayor duración se registraron valorizaciones en tasa de 7 pbs. Los TES2036 y TES2046 fueron los grandes ganadores en este tramo con disminuciones promedio en tasa de 7 pbs, hasta niveles de 12.80% y 12.97%, respectivamente.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento alcista de 129 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13), replicando en parte el movimiento de la curva TES COP, pero también incorporando las sorpresas bajistas en los datos de IPC de enero y febrero. El tramo corto presentó fuertes desvalorizaciones de 203 pbs, donde el rendimiento de los TESUVR2027 aumentó hasta 6.82%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron incrementos de 92 pbs en promedio, donde se destaca la desvalorización media de 127 pbs de los TESUVR2029 y TESUVR2031 hasta 7.24% y 7.58%, respectivamente.

De esta forma, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió hasta 6.34%, niveles mínimos no vistos desde enero (Gráfico 14). El promedio

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

12

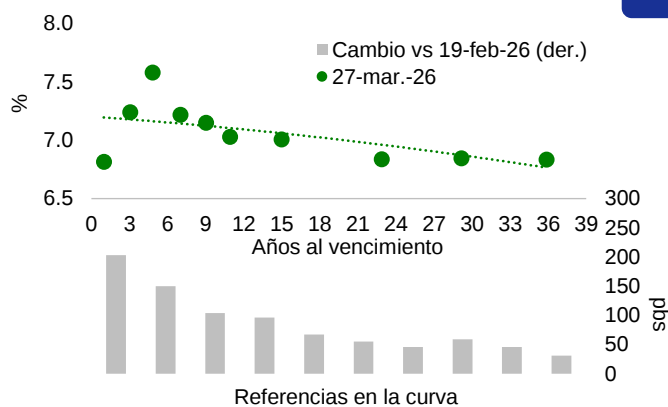


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también descendió hasta niveles de 7.01%. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES se mantienen muy por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.7 billones en marzo, inferior frente a los volúmenes registrados en febrero, pero similar a los COP 2.5 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2027, TES2029 y TES2030. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2031 y TESUVR2062.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2026, el monto total colocado hasta el 20 de marzo asciende a COP 9.8 billones, lo que representa un cumplimiento del 16.3% de la meta de COP 60 billones anunciado en el PF26 (Gráfico 16). En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 8.9 billones, repartidas en COP 6 billones de TES COP y COP 2.9 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas aumentaron a COP 900 mil millones.

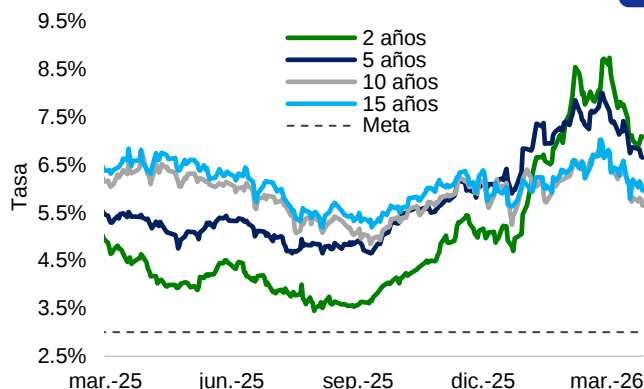
En las colocaciones primarias de TES COP y TES UVR, las tasas de corte promedio en marzo aumentaron hasta máximos histórico de 14.13% y 7.01%, respectivamente, en medio de un débil apetito por parte de los inversionistas y un aumento en los montos subastados semanales de TES COP y TES UVR hasta COP 1 billón (antes COP 750 mil millones en TES COP y COP 300 mil millones en TES UVR). Bajo este contexto, el *bid-to-cover* descendió para ambas referencias hasta mínimos no vistos desde finales de 2025 (Gráfico 17).

Por su parte, en las subastas de TCO el monto subastado en lo corrido de 2026 asciende a COP 7.7 billones, lo que representa un 12% del cupo total definido para este año. Las tasas de corte de los TCO en las subastas de marzo alcanzaron un promedio de 13.24%, también alcanzando máximos históricos y su *bid-to-cover* disminuyó hasta 1.8 veces.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC) con corte al mes de enero, mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,205

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

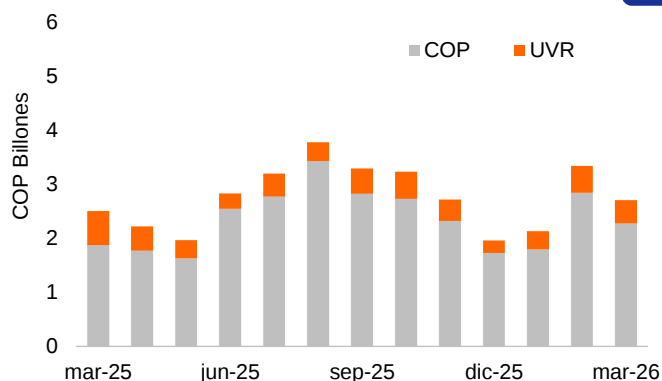
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

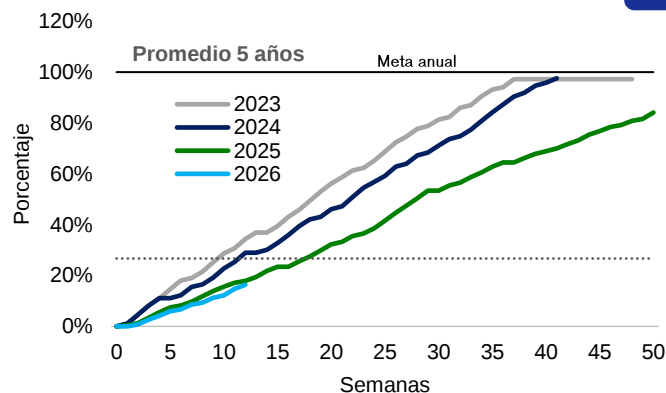
15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 65%, superior al 60.2% del mismo mes de 2025 y alcanzando máximos desde mayo de 2021. El saldo de la deuda interna bruta fue de 45.4% del PIB, también superior al 40.3% del mismo mes del año anterior y anotando un nuevo récord histórico. En lo corrido de 2026, la dinámica de las fuentes de financiamiento interno de largo plazo supera en COP 101 billones la del financiamiento de corto plazo (Gráfico 18), situación que es consistente con el elevado ritmo de colocaciones directas con entidades públicas y el aumento de los montos por subasta.

Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se ubicó en 19.7% del PIB, inferior al 19.9% de enero de 2025. Este comportamiento estuvo asociado principalmente a la apreciación del COP, pero también a las OMD de deuda externa que ha venido realizando la DGCP en meses recientes.

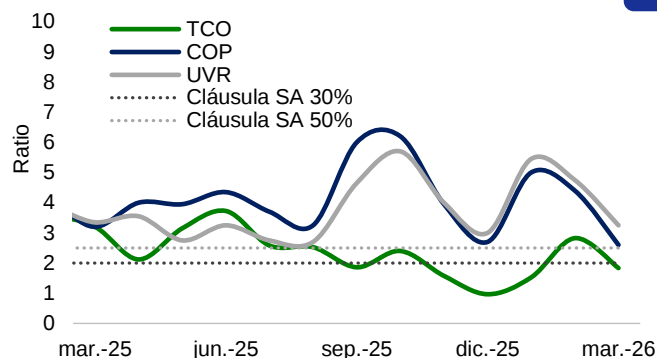
Así, nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para los meses de febrero y marzo, habría alcanzado niveles de 65.5% y 64.9%, respectivamente. Con estas cifras, calculamos también que la deuda neta total, que descuenta los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, se estaría ubicando en niveles promedio del orden de 59.5% del PIB. Una vez finalice la cancelación del TRS, es de esperar que esta diferencia de casi 6 p.p. entre la deuda bruta y neta se reduzca significativamente.

Las cifras de tenedores de TES en febrero, publicadas por el MHCP, mostraron una recuperación de la demanda por TES de los inversionistas institucionales. Los Administrados de Fondos de Pensiones (AFP) realizaron compras de TES por COP 5.6 billones, el mayor monto desde febrero de 2025. Con ello, su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna se ubicó en 28.5%, ratificando su posición como los mayores tenedores de TES.

Los bancos comerciales fueron compradores netos por COP 8.3 billones, también las mayores compras desde julio de 2025. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES ascendió hasta 15.1% y permanecen en el tercer lugar del ranking de mayores tenedores de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.9 billones, con lo cual su

Bid to cover en las subastas primarias de TES

17

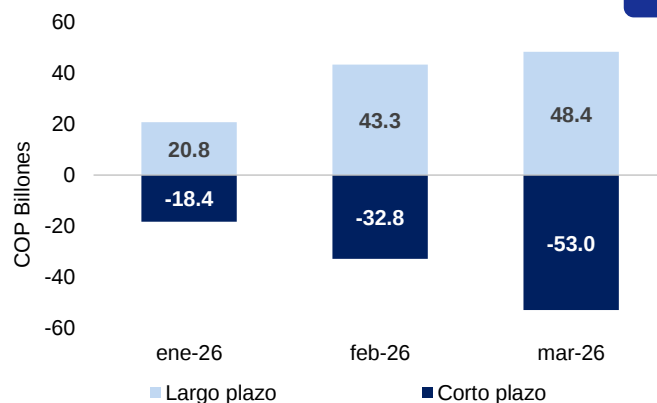


Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

Fuentes de financiamiento interno durante 2026

18



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

participación sobre el saldo total se mantuvo relativamente estable en 11.6%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 3.2 billones, algo que se explica en parte por su estrategia de aumentar su posición de liquidez en USD para finalizar el TRS (Gráfico 19). Por su parte, BanRep no realizó compras ni ventas definitivas de TES.

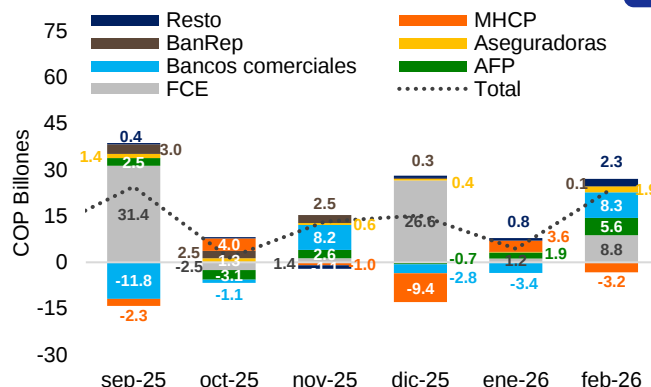
Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron compras netas por COP 8.8 billones en febrero, un máximo histórico si se excluyen las distorsiones de meses previos asociadas a la colocación directa con PIMCO y la conformación del TRS. Para marzo, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 6.5 billones, borrando las compras del mes anterior y en línea con lo que habíamos advertido en un informe anterior (ver “Presión convenida” en [IMDP – Febrero de 2026](#)). Este comportamiento confirma la naturaleza altamente especulativa y volátil del perfil de nuevos inversionistas extranjeros por TES. Lo anterior también contrasta con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, que dan cuenta de entradas por USD 620 millones durante la primera semana del mes.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema se han mantenido elevadas frente a años pasados, aunque mostraron una leve moderación en marzo. La demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 14.1 billones, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 17.9 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 12.3 billones, con una utilización que bordeó el 51%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 8.8% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó hasta COP 5.7 billones.

Para abril se estima una entrada de recursos al sistema por COP 4 billones (Gráfico 20). Estas se derivan de: 1) COP 2.2 billones del pago del cupón de los TES2028; y 2) COP 1.8 billones del pago de cupones de los TESUVR2029 y TESUVR2035.

Cambio mensual en tenencias de TES

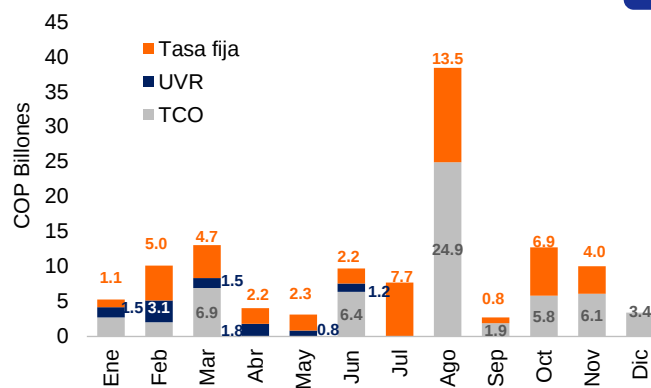
19



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición de riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró en febrero. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 7.43% hasta 8.81%, y permanece por encima a la tasa promedio de 3.4% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 148 pbs de la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles sugieren que la tasa REP de los bonos de deuda pública de Colombia aún se encuentra lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil.

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 sigue ubicando en la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES aumentaron hasta 8.44%, y se mantienen por encima de la media muestral de 4.02%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 3.85 p.p., también por encima del nivel promedio de muestra de 1.3 p.p.

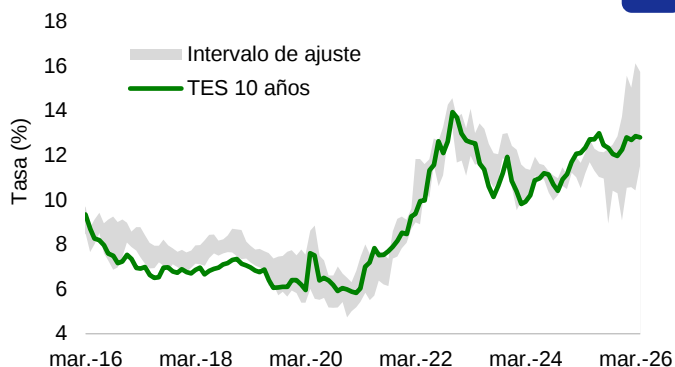
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2030 y TES2035, con un espacio de valorización de hasta 22 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR también sugiere que el mayor atractivo de entrada se encuentra en el nodo medio-largo de la curva. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos spreads en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2029 y TESUVR2033, con un espacio de valorización de 16 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media señala que el mayor atractivo se concentra en el tramo corto-largo. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y

Niveles justos de los TES de largo plazo

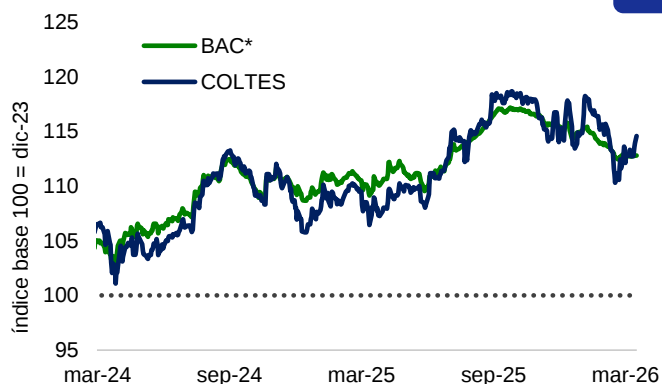
21



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.
*Los ponderadores se balancean mensualmente al cierre de cada informe.

TESUSD2050 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 51 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 13.7% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, se cotizan alrededor del 12.8%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 92 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 -0.74% en marzo. Este retorno presentó un peor desempeño frente al 0.67% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC ascendió desde 2.94% en febrero hasta 3.87% en marzo (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo medio-largo de la curva. Allí se destacan los TES2028 (35%) y TES2046 (24.5%) y TES2058 (35%).

Expectativas de corto plazo

El principal riesgo externo para el mercado local proviene de la ola inflacionaria esperada por el conflicto en MO, pero también por el reajuste de las expectativas de tasas de interés de política monetaria. En el caso particular de EEUU, los mercados ahora descuentan estabilidad de tasas de interés de la Fed y el impacto inflacionario previsto está sometido a una incertidumbre muy elevada. En cualquier caso, es de esperar que dichas presiones sean en magnitud y persistencia inferiores a las del episodio 2022, y que además se localicen principalmente en Europa y Asia donde es altamente probable que las tasas de política monetaria sí aumenten.

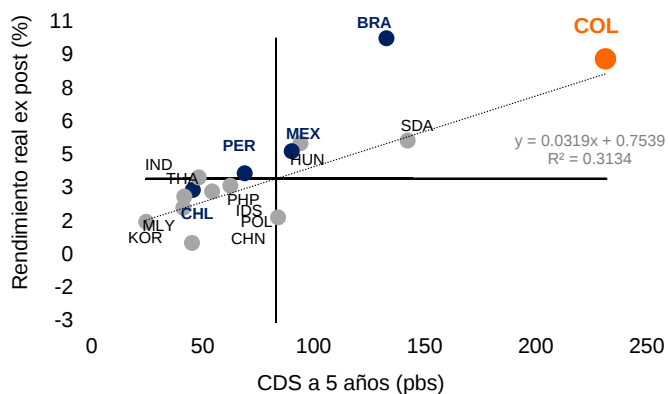
Advertimos que la coyuntura podría tener un impacto inflacionario relativamente menor sobre las economías de LATAM y efectos menos severos sobre sus términos de intercambio, dada su posición geográfica y sus dotaciones estratégicas en materia energética y agrícola. El contexto global de un USD débil, así como unos diferenciales de tasas atractivos, representan ventajas relativas para la atracción de inversión de portafolio hacia la región, especialmente en títulos de deuda.

De esta forma, **esperamos que los Tesoros a 10 años, la referencia internacional de la renta fija, oscile alrededor de 4.5% en 2T26**. Estos valores se encuentran alineados a sus niveles justos, pero contienen claramente un sesgo alcista.

En terreno local, luego de la socialización del PF26, el principal factor de volatilidad del mercado de TES será el periodo de elecciones presidenciales. Más estructuralmente, esperamos que la curva se mantenga invertida por: 1) aumentos agresivos adicionales de tasas de interés de BanRep, si bien ya están en buena medida descontados; y 2) el exceso de oferta de TES en el mercado, principalmente en TES de la parte corta-media, en medio de constantes presiones de gasto primario del Gobierno y una baja demanda de inversionistas.

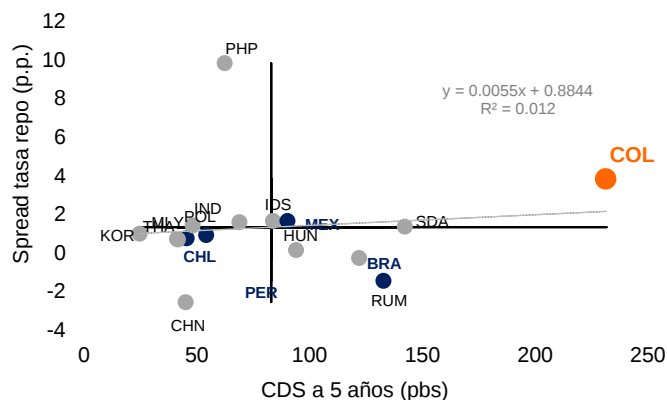
Teniendo en cuenta lo anterior, en abril **esperamos niveles objetivo de 13.5% para los TES2027 y 13% en los TES2036**, prácticamente en niveles justos. Más cerca del periodo de elecciones en mayo, advertimos nuevamente un estrés en la curva hacia niveles de 14%.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



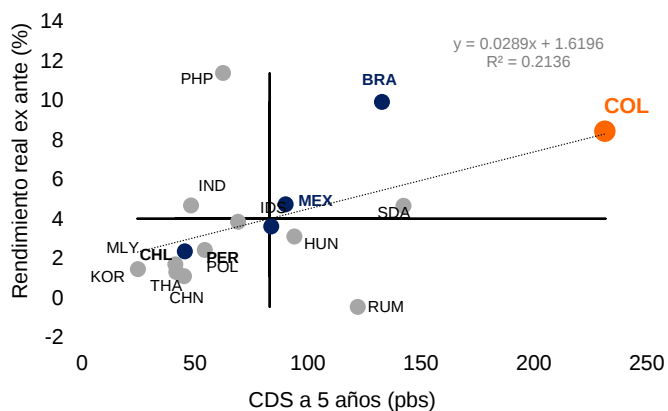
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



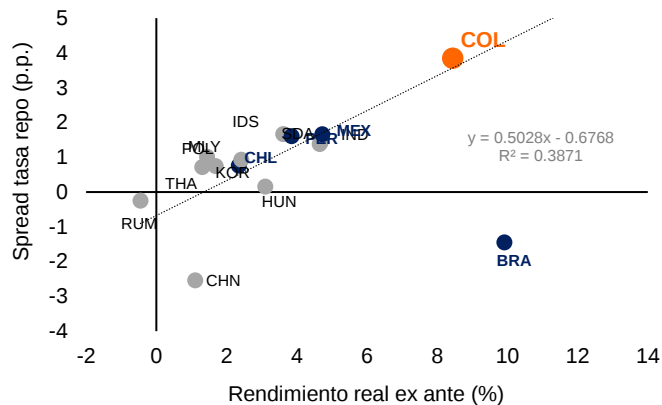
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



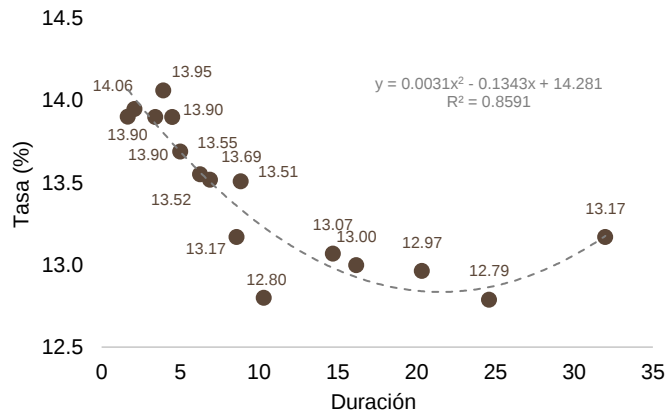
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



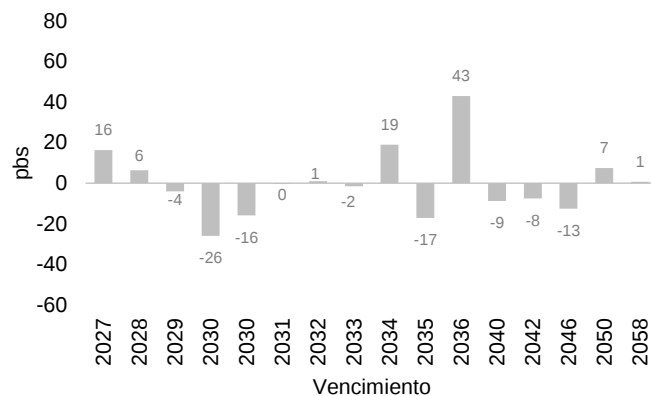
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



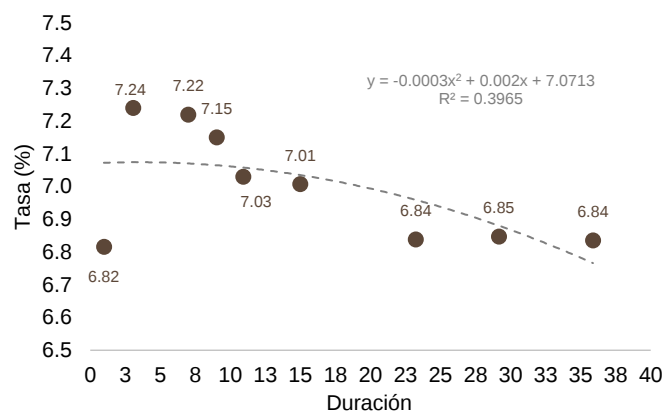
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



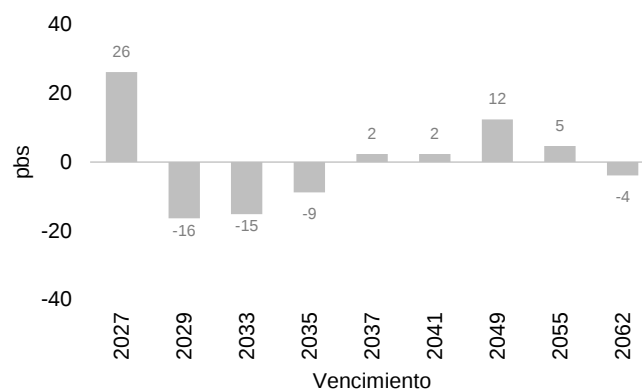
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



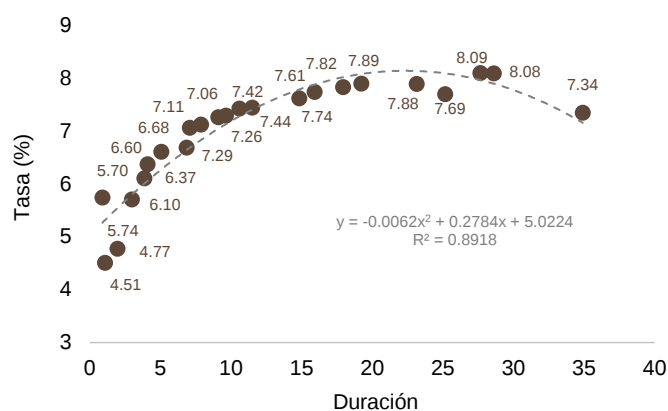
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



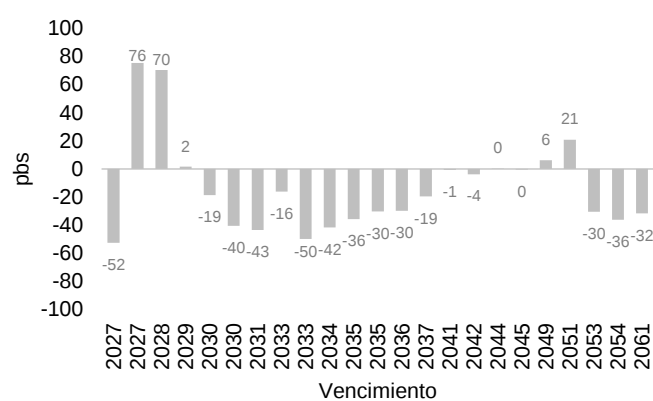
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



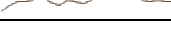
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	
TFIT15260826	ago-26	7.50	0.4	12.05	-15	231	277	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.4	13.90	60	248	395	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.7	13.95	34	145	353	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.5	13.90	7	97		
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.9	14.06	8			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.3	13.90	-5	85	256	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.8	13.90	59	165	229	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.8	13.69	-28	68	190	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.2	13.55	-25	63	170	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.3	13.52	-32	62	155	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.3	13.17	-33	27	92	
TFIT11240135	ene-35	11.75	5.0	13.51	-35	41		
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.0	12.80	-60	15	12	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	13.07	-75	7		
TFIT21280542	may-42	9.25	6.4	13.00	-73	20	10	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.6	12.97	-86	-11	-23	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.6	12.79	-46	-5	-28	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.5	13.17	-60	12		

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11170327	mar-27	3.30	0.9	6.82	182	87	150	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.7	7.24	129	104	136	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.9	7.58	66	103		
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.9	7.22	64	77	132	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.5	7.15	45	70	124	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.2	7.03	33	41	95	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.7	7.01	31	52	77	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.5	6.84	20	51	95	
TUVT32160655	may-55	5.25	12.4	6.85	23	30	98	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.2	6.84	19	13		

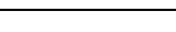
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales USD

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLB27	feb-27	8.38	0.8	5.74	80	93		
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.0	4.51	24	3	-80	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.8	4.77	19	-79		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.5	5.68	36			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.7	5.70	39	57	-45	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.5	6.10	31	37	-53	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.2	6.37	62	54		
COLGLA31	ene-31	6.13	4.0	6.91	51			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.3	6.60	66	54	-38	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.0	6.63	57	37	-65	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.0	6.68	39	31	-30	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.0	7.06	60	41	-39	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.8	7.11	52	34	-49	
COLGLB35	abr-35	8.50	5.9	7.26	46	29		
COLGLA35	nov-35	8.00	6.5	7.29	49	26	-57	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.9	7.42	48	28	-61	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.3	7.44	51	31	-48	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.0	7.61	48	24	-58	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.1	7.74	54	30	-36	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.1	7.82	50	28	-42	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.1	7.89	53	20	-42	
COLGLB49	may-49	5.20	10.7	7.88	49	27	-48	
COLGLB51	may-51	4.13	11.8	7.69	52	21	-37	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.5	8.09	41	25	-62	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.6	8.08	42	25	-64	
COLGLB61	feb-61	3.88	13.8	7.34	45	15	-51	

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

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales EUR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLA26	mar-26	3.88		8.30	449	510	502	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.3	4.61	73	58		
COLGLA30	nov-30	4.50	4.0	6.10	31	37	-53	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.2	6.05	64	32		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.5	6.60	65	41		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.2	6.84	70	36		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.1	7.08	62	20		

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.