



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

No siempre lo prometido es deuda

Abril 28 de 2026

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 globales registraron algunas leves reducciones en abril, en parte favorecidas por unas tensiones en Medio Oriente que se han suavizado recientemente. Los efectos sobre la inflación mundial ahora se perciben menores frente a lo estimado inicialmente, situación que ha calmado las expectativas del mercado en torno a un potencial endurecimiento de la política monetaria en algunas latitudes. En cualquier caso, la incertidumbre permanece elevada y el apetito por bonos se mantiene débil, en un contexto donde el rendimiento real de estos títulos ha caído como consecuencia de la mayor inflación esperada.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes registraron en marzo su mayor reversión mensual desde la pandemia. Las ventas en títulos de renta fija fueron significativas, pero concentradas especialmente en Asia y Europa, que son las regiones más expuestas geográficamente al conflicto en Medio Oriente. La demanda por títulos de renta fija hacia LATAM mostró más resiliencia frente a otros segmentos de mercados emergentes.

En el plano local, el mercado de TES exhibió una volatilidad elevada en medio de múltiples factores idiosincráticos que llevaron de nuevo los rendimientos del tramo medio de la curva TES COP a niveles de estrés de 14%. La dinámica de las colocaciones de papel en las subastas ha sido relativamente lenta, mientras que el ritmo de colocaciones directas de TES con entidades públicas sigue siendo alto. La decisión de S&P de rebajar la nota soberana de Colombia a BB- estaba ampliamente descontada y tuvo un efecto moderado en el mercado.

Las recompras de TES y bonos Globales que ha ejecutado Crédito Público le siguen generando ahorros a la Nación vía menores pagos de intereses. A lo anterior se suma el pago anticipado del TRS, que ha reducido no solo el pasivo de la deuda externa, sino también ha permitido eliminar potenciales presiones de oferta en el mercado secundario mediante la cancelación de los TES entregados como colateral en la operación.

Bajo este contexto, el nivel de la caja en COP del Gobierno permanece baja frente a sus puntos de referencia históricos para esta época del año. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron levemente en abril, pero el apetito por TES de los inversionistas en el mercado primario continúa siendo bajo.

Contexto internacional

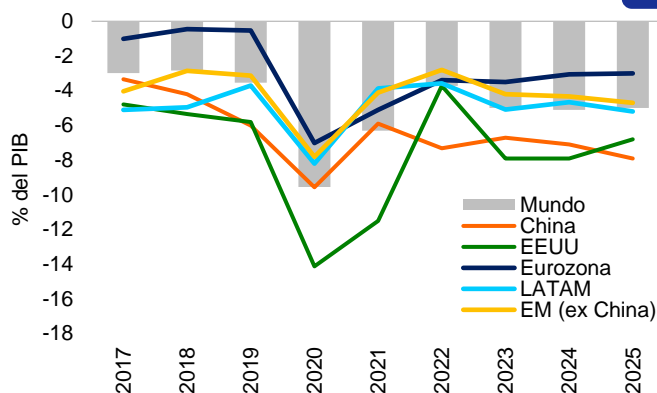
Los mercados de deuda pública mostraron una recuperación modesta en abril, en parte favorecidos por unas tensiones en Medio Oriente (MO) que se han suavizado levemente, han relajado las presiones sobre los precios del petróleo y cuyos efectos sobre la inflación mundial ahora se perciben algo menores frente a lo estimado inicialmente. Este contexto también ha calmado las expectativas del mercado en torno a un potencial endurecimiento de la política monetaria en algunas latitudes, particularmente en Asia y Europa donde geográficamente el efecto inflacionario tendría que ser mayor (ver “Amanecerá y Veremos” en [CE - Abril 7 de 2026](#) y “Amanecerá y veremos – Parte 2” en [CE – Abril 13 de 2026](#)).

A pesar de lo anterior, la incertidumbre alrededor de una pronta resolución del conflicto continúa siendo muy elevada. El apetito de los inversionistas por bonos se mantiene débil, en un contexto donde la mayor inflación esperada está deteriorando el rendimiento real de la deuda pública. A esto se suman las implicaciones fiscales que muchos países tendrán que enfrentar derivadas del conflicto en MO, principalmente en lo que tiene que ver con un mayor gasto en subsidios a los precios de los combustibles, en defensa y en estrategias de autonomía energética. Esta presión de gasto podría elevar el ya abultado déficit fiscal global (Gráfico 1) y las necesidades de financiamiento de muchos países, con sus consecuentes efectos sobre el endeudamiento público.

En EEUU, la Fed mantuvo estable sus tasas de interés en marzo y mostró un tono de cautela, reconociendo que el actual choque sobre la inflación podría ser de carácter transitorio. Sin embargo, algunos miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) no descartaron alzas en los tipos de interés en caso de que la inflación se mantenga por encima del objetivo por más tiempo del previsto. En este entorno, las expectativas de tasas de interés implícitas en la curva OIS de EEUU, así como las que se desprenden de los futuros de fondos federales, descuentan estabilidad de tasas durante todo 2026.

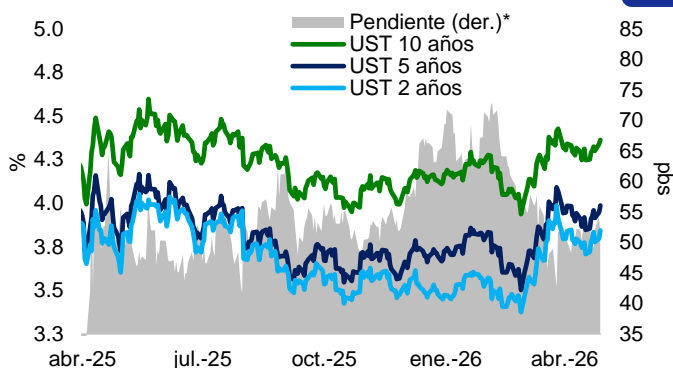
En el caso de Asia y Europa, las expectativas de tasas de política implícitas en los mercados siguen incorporando

Balanza fiscal del Gobierno General



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Tesoros americanos (UST) a distintos plazos



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos UST 10 años y UST 2 años.

1

2

incrementos en los tipos de interés en los principales faros monetarios para los próximos 12 meses, aunque en magnitudes más moderadas en comparación con lo que se descontaba un mes atrás (ver “En niveles justos” en [IMDP – Marzo de 2026](#)). Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años en EEUU, registraron reducciones modestas desde los máximos de 4.5% alcanzados en marzo hasta niveles del orden de 4.4% en abril (Gráfico 2). Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia.

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 se mantuvo relativamente estable y permanece muy por debajo de su promedio histórico (Gráfico 3). La pendiente en las curvas de bonos soberanos de mercados desarrollados se mantuvo en niveles bajos y parecidos a los de marzo, consistente con las afectaciones que ha tenido la actual coyuntura sobre las expectativas de inflación y tasas de interés en los mercados mundiales (Gráfico 4).

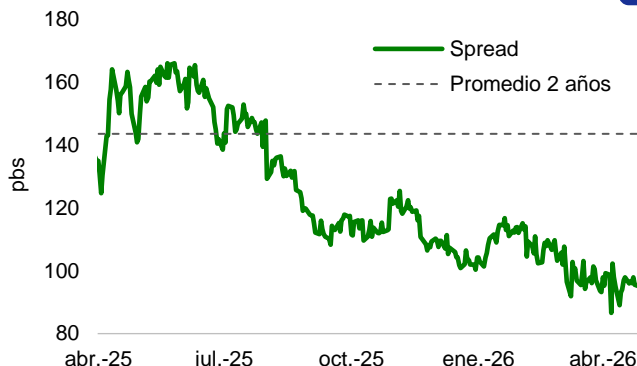
En LATAM, según lo evidencia las expectativas de tasas de política implícitas en los mercados monetarios, el sesgo para todo 2026 es ligeramente bajista, especialmente en Brasil donde los inversionistas anticipan recortes adicionales de 225 pbs en la tasa Selic del Banco Central de ese país. El contraste de la región sigue siendo Colombia, donde el mercado anticipa aumentos de al menos de 125 pbs adicionales en la tasa de interés de BanRep para lo que resta del año.

De esta forma, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) registraron en abril reducciones promedio de 12 pbs (Gráfico 5). En línea con este movimiento, la prima de riesgo-país de LA5 descendió en abril (Gráfico 6), a pesar del estrés que suele causar el periodo de elecciones presidenciales en algunos de estos países. Es de destacar en este contexto el caso de Colombia, donde los CDS a 5 años persisten muy por encima del promedio regional con una brecha del orden de 129 pbs.

Tal como se esperaba, los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China,

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

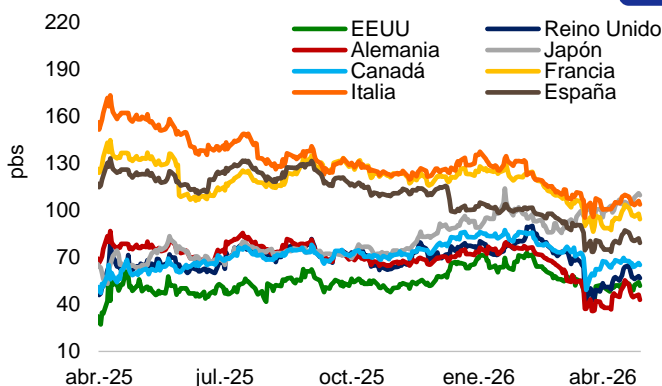
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

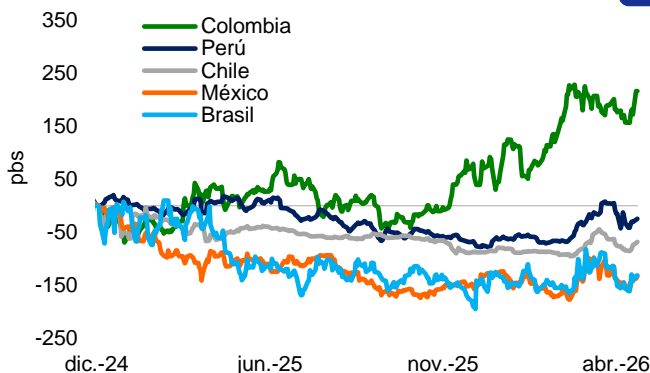
4



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.

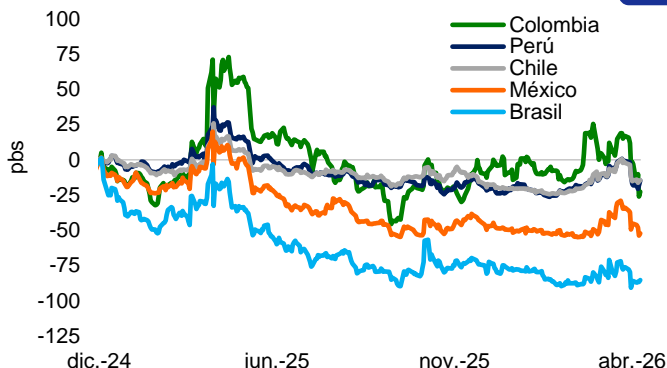
registraron en marzo las mayores salidas desde la pandemia, en un contexto de elevada volatilidad y deterioro en las condiciones financieras por cuenta del conflicto en MO. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las salidas netas de flujos fueron por USD 70,100 millones y los egresos en títulos de renta fija ascendieron a USD 16,700 millones.

Por regiones, África y MO, así como Asia excluyendo a China, fueron las más afectadas por la actual coyuntura con ventas de títulos de deuda por USD 8,400 y 4,500 millones, respectivamente. Las posiciones de bonos en LATAM también mostraron ventas netas, pero en una menor magnitud de USD 2,200 millones (Gráfico 7). Lo anterior se encuentra en línea con lo que habíamos advertido en informes previos, pues la región se encuentra menos expuesta al conflicto en MO desde un punto de vista de localización geográfica, pero también por un entorno de debilidad internacional del USD y diferenciales de tasas de interés atractivos (ver “Desafiando la lógica global” en [IMC – Marzo de 2026](#)).

En el acumulado del año, la demanda extranjera por bonos EM sin China se sitúa en USD 53,500 millones, inferior a las compras netas de USD 81,600 millones efectuadas durante el mismo periodo de 2025. La región que más está concentrando estos flujos de inversión de cartera hacia EM es LATAM (39%), seguida de Europa (28.4%), Asia sin China (25.1%) y África y MO (7.1%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

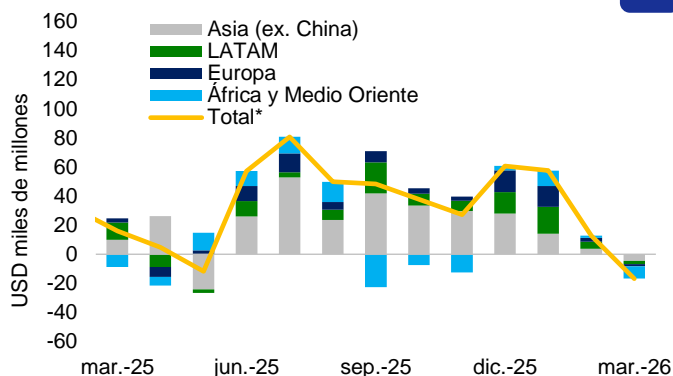
6



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

El mercado de TES exhibió una volatilidad muy alta en abril en medio de múltiples factores que llevaron, una vez más, las tasas de interés de los títulos a niveles de estrés del orden de 14%, especialmente los del tramo medio de la curva de rendimientos, en línea con lo que habíamos advertido recientemente (ver “En niveles justos” en [IMDP – Marzo de 2026](#)). En buena medida, lo anterior se explicó por la turbulencia típica que se genera en periodos de elecciones presidenciales, aunque también por otros elementos de carácter idiosincrático que han afectado al mercado a pesar de las Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) que continúa realizando la Dirección General de Crédito Público (DGCP) en el marco de su estrategia de optimización del perfil de la deuda.

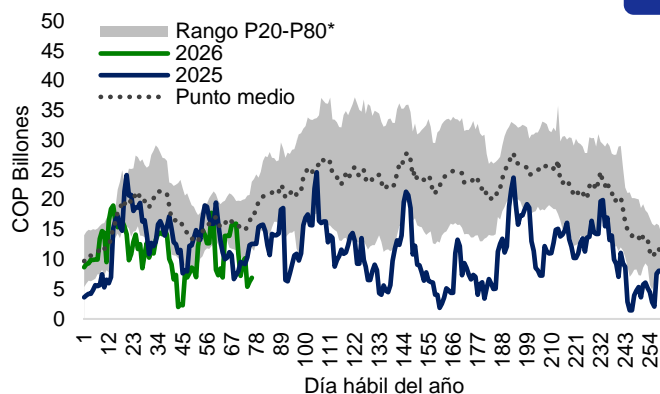
Tal como lo había advertido la DGCP, en las primeras semanas de abril se realizó un *Tender Offer* que logró generar un ahorro en el pago de intereses para 2026 que asciende a COP 2.1 billones. No obstante, frente a la intención inicial de retirar TES2036, TES2040, TES2042, TES2046, TES2050 y TES2058 por un monto estimado entre COP 10-12 billones, los títulos que hicieron parte de esta recompra fueron los TES2036, TES2042, TES2046 y TES2050 por un monto de COP 5.4 billones, inferior al previsto.

Estas OMD se han venido realizando principalmente con caja, en un entorno donde la presión sobre la posición de liquidez en COP del Gobierno permanece elevada, más allá de las mejoras observadas en el recaudo tributario este año y el giro de utilidades de BanRep por COP 13.9 billones que suavizó dichas presiones en marzo. El saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep hasta la semana del 17 de abril se ubicó en COP 6.9 billones, nivel que se encuentra por debajo del límite inferior de los puntos de referencia históricos para esta misma época del año y también de los valores observados en 2025 (Gráfico 8).

En lo que va corrido de 2026, y en línea con esta presión de caja, el ritmo de colocaciones convenidas sigue siendo elevado. Según nuestros cálculos, hasta abril estos desembolsos ascienden a un acumulado de COP 19.2 billones, ya por encima de la meta definida en la actualización del Plan Financiero de 2026 (PF26) de COP

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

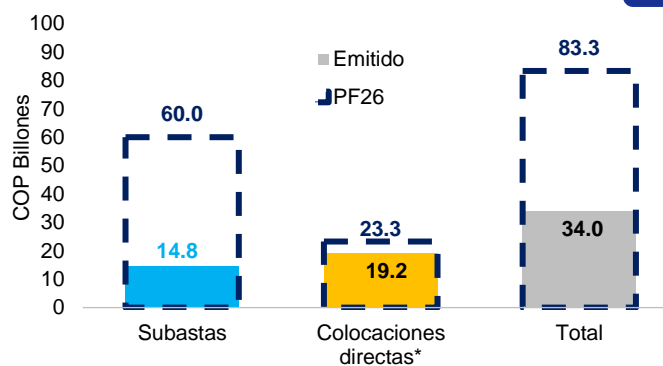
8



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Excluye el percentil 20 alto y bajo de la distribución en los últimos 10 años.

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

9



Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Suma colocaciones directas con entidades públicas e inversionistas privados.

14.3 billones (Gráfico 9). Vale la pena recordar que las colocaciones directas con inversionistas privados por COP 9 billones, que habían sido contempladas inicialmente, ahora serán colocaciones por subasta en la medida que haya apetito de mercado (un *Bid-to-Cover* de 3 veces) o convenidas con entidades públicas.

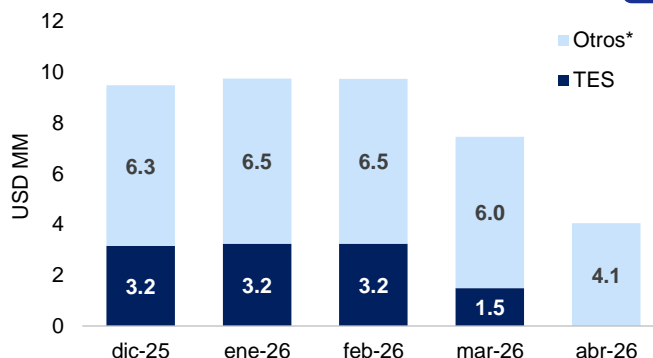
La DGCP también inició el desmonte de la operación del *Total Return Swap* (TRS) con la banca externa desde marzo, utilizando mayoritariamente su posición de liquidez en USD, aunque también a través de compras de USD en el mercado local. De acuerdo con cifras oficiales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), el primer pago del TRS en marzo fue de USD 2,282 millones (COP 8.5 billones), equivalente al 25% del monto total de la operación.

En el corrido de abril, según nuestros cálculos, el segundo pago estaría siendo del orden de USD 3,407 millones (COP 12.3 billones), liberando garantías principalmente de TES, de acuerdo con los registros de ventas netas del *offshore* en el mercado durante el mes de abril. Esto significa que, a la fecha, el valor nominal del pasivo del TRS ya se habría reducido hasta USD 4,100 millones (Gráfico 10), lo que en consecuencia refleja que el pago acumulado asciende a un 61% del total de USD 9,325 millones del TRS. Esto supera la propia meta de 50% que se había trazado la DGCP para el presente mes.

Este desmonte del TRS ha permitido también liberar garantías en TES2033, TES2040 y TES de Corto Plazo (TCO) con vencimientos en agosto de 2026, los cuáles han sido cancelados (amortizados en su totalidad) como parte de la estrategia del Gobierno para no generar presiones de oferta en el mercado secundario de TES. Sumadas a las recompras de TES que mencionamos previamente, lo anterior también ha permitido generar ahorros en el servicio de la deuda a través de la reducción del saldo en circulación de la deuda interna (*outstanding*). El desmonte total del TRS, según la DGCP, se completaría este mismo mes y en cualquier caso antes de las elecciones presidenciales de mayo.

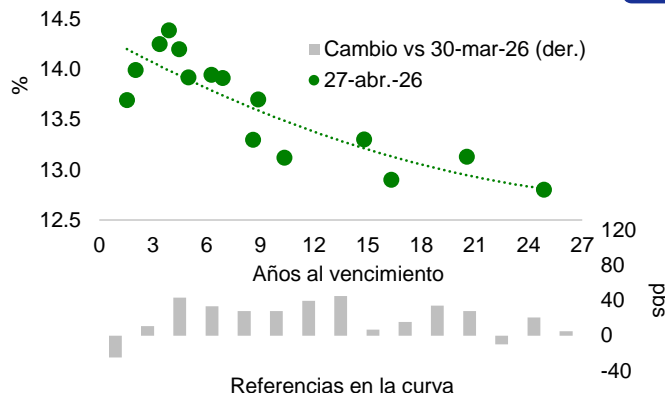
La DGCP también realizó una exitosa OMD de recompra de bonos externos de la Nación, aprovechando los recursos de sus recientes emisiones de bonos en USD y EUR. A esto se suma la presumible cómoda posición de caja en USD que tiene la Nación en la actualidad, si bien no se conocen cifras oficiales de su importe exacto.

Evolución del TRS por componentes del colateral **10**



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.
*Corresponde a las garantías del TRS en Globales y Tesoros americanos.

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



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

La OMD consistió en una recompra por USD 4,424 millones de TES Globales denominados en USD (TESUSD). Los TESUSD incluidos en esta operación de recompra fueron títulos con vencimientos en 2035, 2042, 2045, 2049, 2051, 2053 2054 y 2061, todos papeles de la parte más larga de la curva en USD. La recompra se realizó a una tasa que obtuvo una prima media de 32 pbs por debajo de las tasas de mercado y logró reducir en cerca de un 39% el flotante de estos títulos.

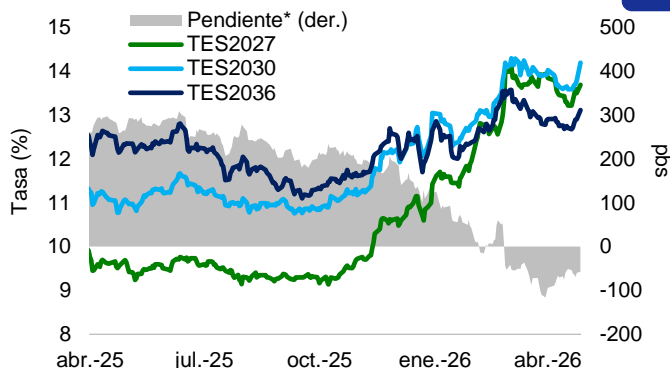
Esta OMD externa también mejora la gestión de la deuda total del Gobierno y reduce la exposición cambiaria de la deuda externa de Colombia. También es importante anotar que con esta operación se generan ahorros importantes en el pago de intereses externos, considerando que estos títulos pagan una tasa cupón promedio de 6.73% que es superior a la tasa cupón media de 5.71% del resto de TESUSD de la curva de bonos Globales.

A comienzos de abril se expidió finalmente el Decreto 369 de 2026, que modificó el régimen de inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y estableció un límite máximo de 30% que tiene que ajustarse en un periodo de transición gradual. Como lo advertimos en un informe reciente, este decreto generó valorizaciones transitorias en los TES, pues el efecto de la medida es limitado por construcción (ver “Estrés japonés y los TES” en [IMDP – Enero de 2026](#)).

Adicionalmente, durante el último mes también se expidió el Decreto 0415 del 20 de abril de 2026¹ mediante el cual se ordena trasladar directamente recursos por COP 25 billones desde las AFP hacia Colpensiones. Estos recursos, según el decreto, se destinarán al pago de las mesadas pensionales de 2026, por lo que no constituyen ingresos del Gobierno (van directamente a Colpensiones) ni fuentes de financiamiento para la actual vigencia, aunque sí tiene un efecto indirecto de alivio sobre la caja de la Nación en la medida que libera eventuales necesidades de adición de presupuesto.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

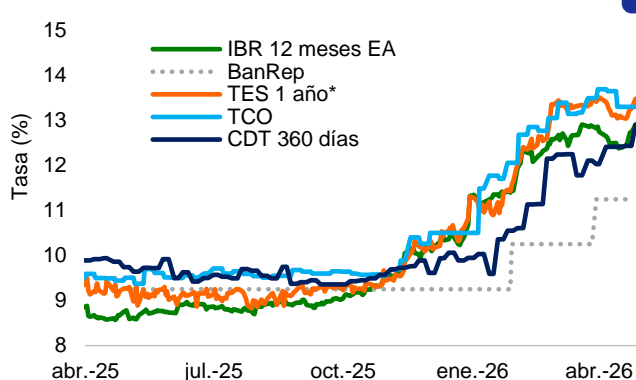
12



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2027.

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

13



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

¹Este decreto reglamenta el traslado de los recursos desde el RAIS hacia el RPM, tanto para personas que ya consolidaron su pensión de vejez, como para aquellas que se acogieron a la ventana de traslado pero que aún no se han pensionado (se encuentran a menos de 10 años de pensión). Sin embargo, su implementación se encuentra suspendida provisionalmente por el Consejo de Estado al considerar que la medida podría ir en contra de lo ya establecido en la Ley 2381 de 2024.

Dicho traslado podrá realizarse en efectivo, en TES u otros títulos de deuda a precios de mercado. Sin embargo, teniendo en cuenta la fuerte participación que tienen las AFP en el mercado de deuda pública local (son los principales tenedores de TES), la posibilidad de que dicho traslado implique ventas de TES del portafolio de las AFP podría tener un riesgo-efecto sistémico no despreciable y presionar al alza las tasas de interés del mercado.

Otro hito importante del último mes fue la decisión de S&P de recortar otro escalón la nota soberana de Colombia desde BB hasta BB- con perspectiva estable. Aunque esta se constituye en la nota crediticia más baja en la historia del país, su efecto fue muy limitado en el precio de los TES, dado que gran parte del mercado ya venía incorporando este *downgrade*. De hecho, la prima de riesgo de Colombia, medida con los CDS a 5 años, estaba operando en niveles similares a los de un BB- desde finales del año pasado.

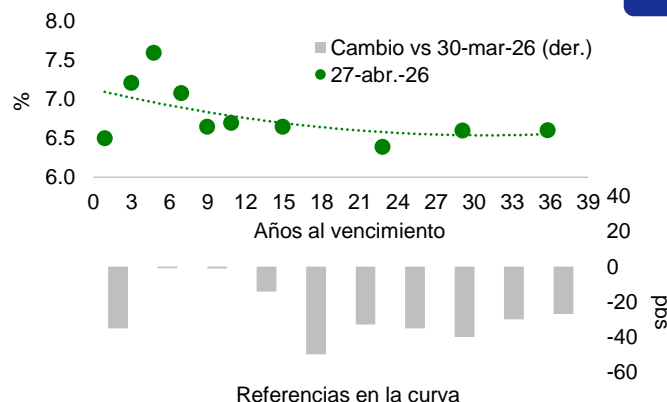
Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó al alza en promedio 12 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 11). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en la parte media de la curva, donde ha persistido la mayor presión de oferta a lo largo de este año. La prima a término de la curva TES COP sigue siendo negativa (curva invertida), lo cual es consistente con ciertas distorsiones inducidas por las OMD y una perspectiva de fuerte desaceleración económica en el futuro (Gráfico 12).

En el tramo corto de la curva, se observaron valorizaciones limitadas en tasa de apenas 7 pbs. Allí sobresalen las reducciones de 25 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 13.69%, que han incorporado unas expectativas de alzas de tasas de interés de BanRep más modestas en los próximos meses. En efecto, lo anterior es coherente con el movimiento de las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario, las cuales registraron algunos descensos en abril (Gráfico 13).

En las últimas subastas de TCO, los rendimientos de estos papeles descendieron hasta 13.3%, lo que también incorpora este reajuste expectativas de tasas BanRep. Por el contrario, las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se incrementaron hasta 12.4% promedio, pero siguen muy por debajo de las tasas de los

Evolución mensual de la curva TES UVR

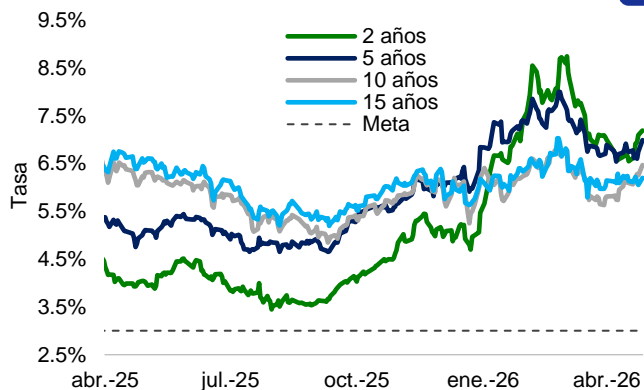
14



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

15



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

TCO. Es de esperar que estas tasas continúen con esta tendencia alcista, en medio de una mayor competencia por captaciones en el sistema presiones derivadas del comportamiento de los TCO.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron fuertes desvalorizaciones promedio de 33 pbs. Los rendimientos de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, se incrementaron 43 pbs hasta 14.25%, niveles que también alcanzaron referencias como los TES2030 (14.39%). En los TES COP de mayor duración se registraron desvalorizaciones en tasa de 19 pbs. Los TES2032 y TES2033 fueron los más afectados en este movimiento, con aumentos promedio en tasa de 42 pbs hasta niveles de 13.47%.

En contraste con lo anterior, la curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento bajista de 23 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 14), incorporando la sorpresa alcista en el dato de IPC de marzo y un ajuste al alza en las expectativas de inflación al cierre de este año. El tramo corto registró valorizaciones promedio de 35 pbs, donde el rendimiento de los TESUVR2027 disminuyó hasta 6.5%. Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones promedio de 17 pbs, donde se destaca la valorización de 50 pbs de los TESUVR2035 hasta 6.65% y de 40 pbs en los TESUVR2049 hasta 6.39%.

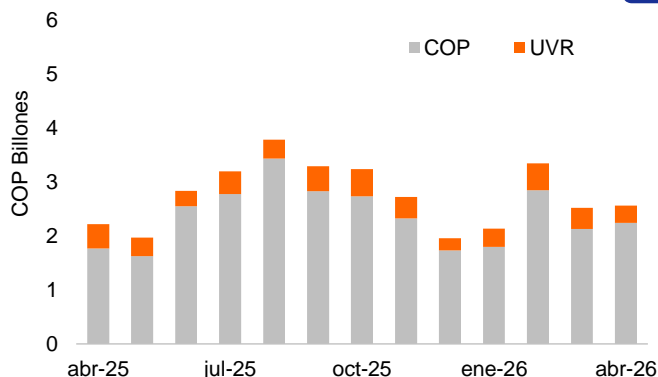
En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se redujo hasta 6.52%, desde el promedio de 6.92% de marzo (Gráfico 15). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también descendió hasta niveles de 6.55%. Ambas medidas de valoración relativa en el mercado 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 2.6 billones en abril, superior frente a los volúmenes registrados en marzo y a los COP 2.2 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 16). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2030 y TES2040. 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

Volumen de negociación promedio-día en SEN

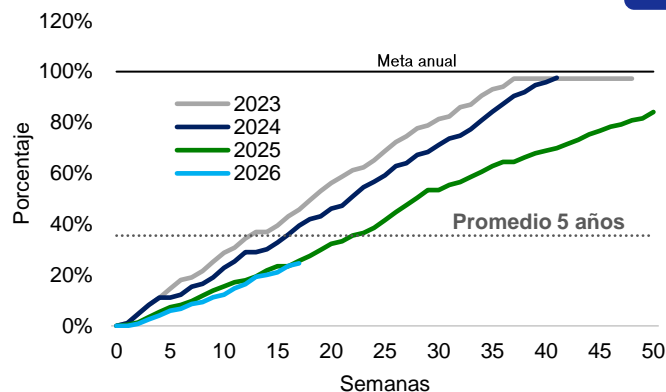
16



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

17



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

colocado hasta el 23 de abril asciende a COP 14.8 billones, lo que representa un cumplimiento del 24.6% de la meta de COP 60 billones anunciado en el PF26. Este ritmo de colocaciones resulta inferior al 25.5% observado en el mismo periodo de 2025 y al promedio de 35.5% registrado en los últimos 5 años (Gráfico 17), producto de un bajo apetito de los inversionistas en el mercado primario. En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 13.1 billones, repartidas en COP 9 billones de TES COP y COP 4.1 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas aumentaron a COP 1.6 billones.

En las colocaciones primarias de TES COP y TES UVR, las tasas de corte promedio en abril retrocedieron hasta 13.18% y 6.74%, respectivamente, desde los máximos históricos alcanzados en marzo. Este comportamiento estuvo acompañado de una leve mejora en el apetito por parte de los inversionistas, con un *bid-to-cover* que se ubicó en 3.4 veces y 3.3 veces, en ese mismo orden, aunque siguen estando por debajo de los promedios vistos en 2025 (Gráfico 18).

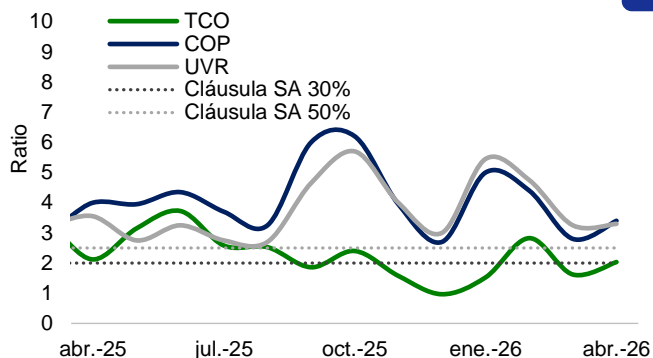
Por su parte, en las subastas de TCO, el monto subastado en lo corrido de 2026 asciende a COP 11.4 billones, lo que representa un 17.9% del cupo total definido para este año según el Decreto 1478 de 2025. Las tasas de corte de los TCO en las subastas de abril alcanzaron un promedio de 13.42%, pero en algunas rondas se ubicaron en niveles de 13.3%, mostrando un descenso frente los máximos históricos cercanos al 14% observados en marzo. En este contexto, el *bid-to-cover* aumentó hasta 2 veces, reflejando una muy pequeña mejora en su demanda.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC) con corte al mes de marzo, mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,215 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 65.6%, superior al 60.1% del mismo mes de 2025 y el segundo más alto en la historia. El saldo de la deuda interna bruta fue de 46.7% del PIB, también superior al 40.7% del mismo mes del año anterior y también anotando un récord histórico.

En lo corrido de 2026, la principal fuente de financiamiento interno del Gobierno sigue siendo TES de largo plazo, en contraste con la dinámica del financiamiento de corto plazo (Gráfico 19). Ante el bajo

Bid to cover en las subastas primarias de TES

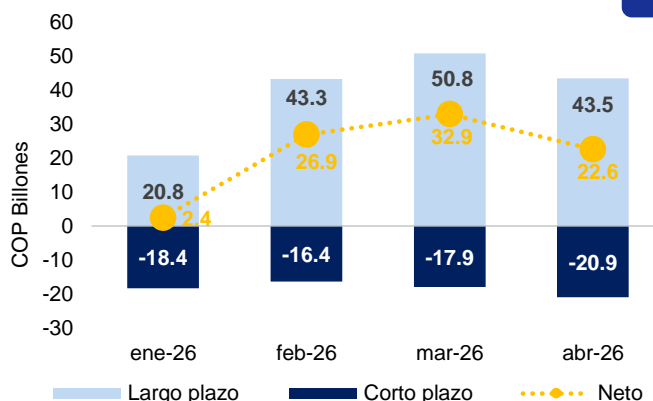
18



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

Financiamiento interno acumulado durante 2026

19



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

apetito de TES de largo plazo en subastas, lo anterior resulta consistente con el elevado ritmo de colocaciones directas con entidades públicas, siendo el principal mecanismo de financiamiento del Gobierno este año.

Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se redujo hasta 18.9% del PIB, inferior al 19.4% de marzo 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 los últimos meses.

Así, nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para el mes de abril, habría alcanzado niveles 64.3%. 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 del orden de 58.7% del PIB. En la medida que se siga cancelando la obligación contraída con el TRS, es de esperar que la brecha entre la deuda bruta y la deuda neta se siga cerrando.

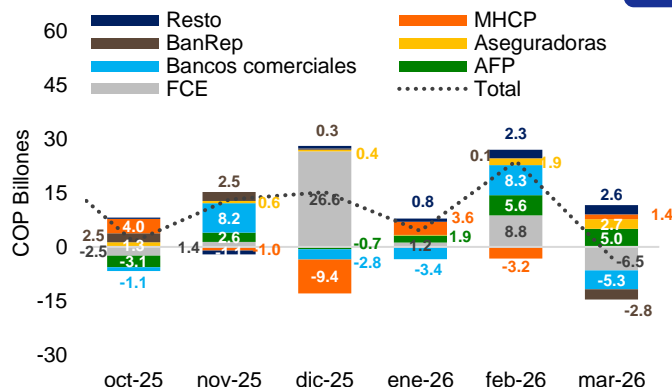
Las cifras de tenedores de TES de marzo, publicadas por el MHCP, continúo mostrando una recuperación de la demanda por TES de los inversionistas institucionales, aislando la distorsión generada por el pago anticipado del TRS. Las Administrados de Fondos de Pensiones (AFP) realizaron compras de TES por COP 5 billones, uno de los mayores incrementos mensuales desde febrero de 2025. Con ello, su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna ascendió hasta 29.3%, ratificando su posición como los mayores tenedores de TES.

Los bancos comerciales fueron vendedores netos por COP 5.3 billones, las más fuertes desde septiembre de 2025. Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES descendió hasta 14.4% y permanecen en el tercer lugar del ranking de mayores tenedores de TES. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 2.7 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total aumentó hasta 12%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 1.4 billones, mientras que BanRep realizó ventas definitivas de TES por COP 2.8 billones. Lo anterior hace parte de la solicitud del MHCP al BanRep de transferir una fracción de las utilidades que generó el emisor el año pasado en TES.

Cambio mensual en tenencias de TES

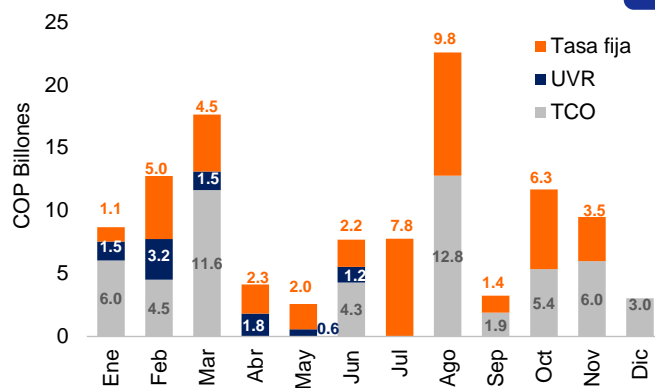
20



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron ventas netas por COP 6.5 billones en marzo (Gráfico 20) y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna disminuyó hasta un 22.4%, si bien continúan como los segundos mayores tenedores de TES. No obstante, al excluir los COP 8.4 billones (USD 2,300 millones) del pago anticipado del TRS (y la consecuente liberación de las garantías de TES), los FCE habrían sido compradores netos por COP 1.9 billones. De acuerdo con cifras de la Contraloría General de la República (CGR), estas compras han estado impulsadas principalmente por PIMCO.

De acuerdo con cifras de agentes del mercado, en abril los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 11.6 billones, cifra que continúa distorsionada por la cancelación anticipada del TRS. Este comportamiento está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, que dan cuenta de salidas por USD 147 millones durante la primera semana del mes.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema se han mantenido elevadas frente a años pasados y en abril mostraron un aumento asociado al pago de impuestos de grandes contribuyentes y la segunda cuota del impuesto al patrimonio. La demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 18.1 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 16.4 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 12.9 billones, con una utilización que bordeó el 63%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 15.7% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó hasta COP 8.9 billones.

Para mayo se estima una entrada de recursos al sistema por COP 2.6 billones, una de las más bajas según el perfil de cupones y vencimientos del Gobierno en 2026 (Gráfico 21). Estas se derivan de: 1) COP 2 billones del pago del cupón de los TES2042; y 2) COP 579 mil millones del cupón de TESUVR2055.

Aspectos técnicos

La posición de riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM desmejoró en marzo. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 8.81% hasta 8.36%, aunque permanece por encima a la tasa promedio de 3.56% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 130 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 descendieron hasta 8.22%, pero se mantienen por encima de la media muestral de 4.41%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 2.67 p.p., también por encima del nivel promedio de muestra de 1.8 p.p.

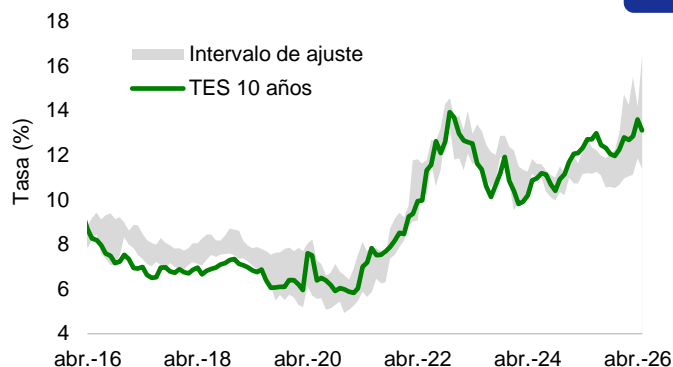
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2029, TES2030 y TES2033, con un espacio de valorización de hasta 27 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 21 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 y largo. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y

Niveles justos de los TES de largo plazo

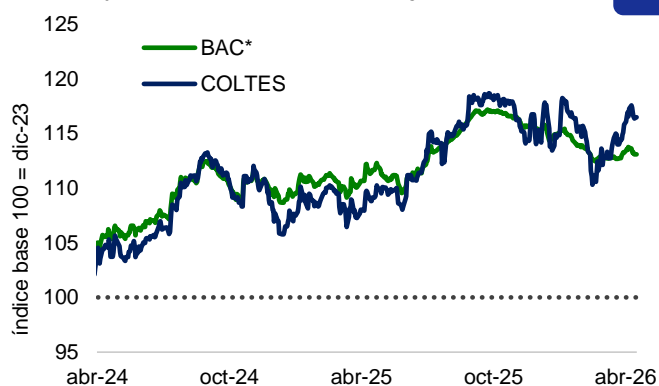
22



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

Desempeño del índice de renta fija - BAC

22



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

TESUSD2033 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 39 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 13.4% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 13.2%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 25 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 0.18% en abril. Este retorno presentó un desempeño inferior frente al 1.66% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 3.87% en marzo hasta 2.43% en abril (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto-medio de la curva. Allí se destacan los TES2027 (35%) y TES2028 (9.44%), pero también se evidencia una exposición relevante en el tramo largo, particularmente en los TES2040 (15%) y TES2058 (35%).

Expectativas de corto plazo

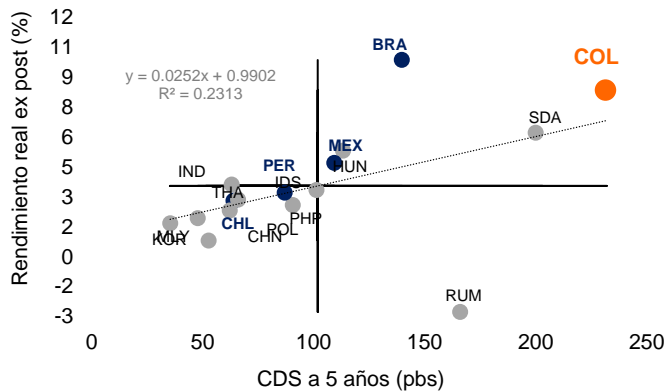
En el frente externo, seguimos considerando que el comportamiento de la renta fija global permanecerá altamente condicionada a la evolución del conflicto en MO y sus afectaciones sobre la inflación global y los niveles de endeudamiento público. Por ahora, un endurecimiento monetario vía incrementos de tasas de interés, particularmente en EEUU, luce poco probable, lo cual libera presiones al alza sobre las tasas de mercado de la deuda global. De esta forma, **estimamos que los Tesoros a 10 años continúen oscilando alrededor de 4.3% en 2T26.**

En términos de la asignación de flujos de inversión hacia mercados EM, seguimos destacando un atractivo relativo no despreciable en los activos financieros de LATAM, principalmente títulos de deuda dada las elevadas tasas de interés y los potenciales bajos efectos inflacionarios que tendría la región dada su localización geográfica y condición de exportador neto de petróleo. Teniendo en cuenta el actual contexto de debilidad en el USD, las ventajas relativas de LATAM seguirán siendo determinantes para la atracción de inversión extranjera.

En terreno local, la curva TES COP mantendrá un estrés no despreciable en la víspera de las elecciones presidenciales de mayo. Presiones alcistas asociadas a sorpresas inflacionarias y monetarias vía tasas de interés del BanRep tampoco se pueden descartar.

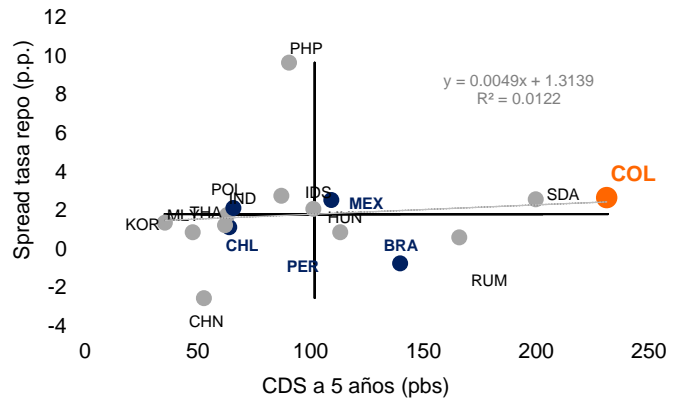
Bajo este contexto, advertimos que la curva seguirá presionada hacia niveles de 14% que son, según nuestras estimaciones, niveles de estrés. Así, **esperamos que la curva se mantenga invertida en mayo, con niveles objetivo de 14% para los TES del tramo medio y de 13.5% para los TES de más largo plazo.**

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



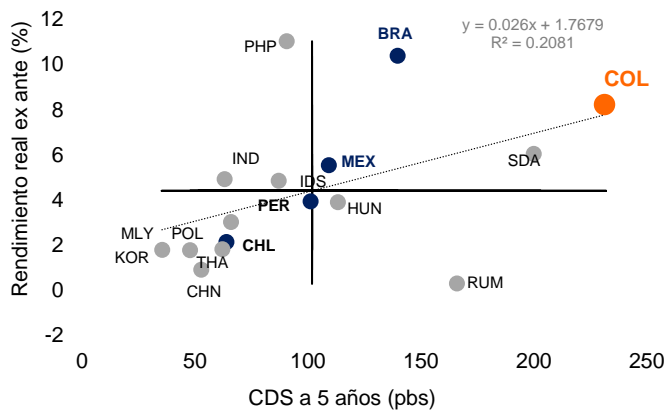
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



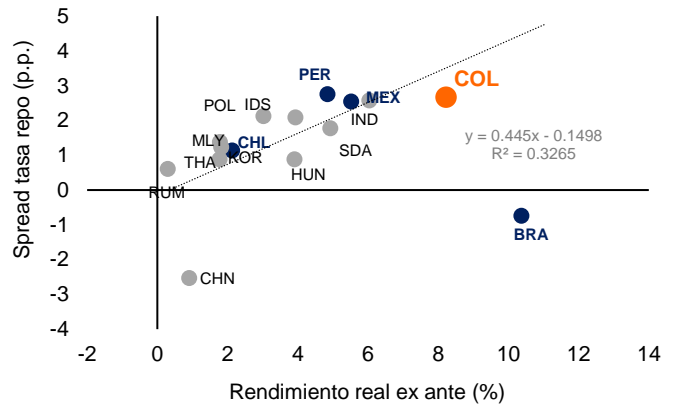
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



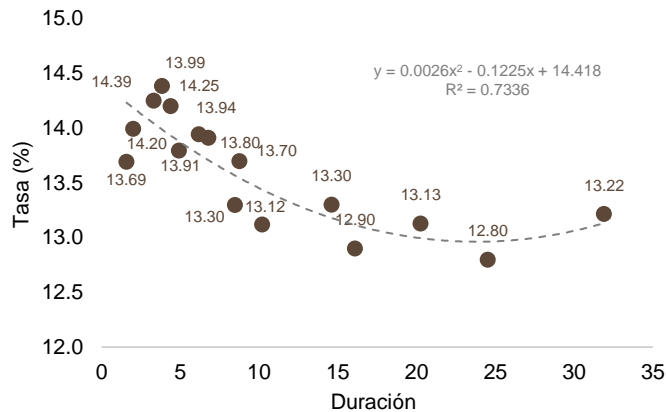
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



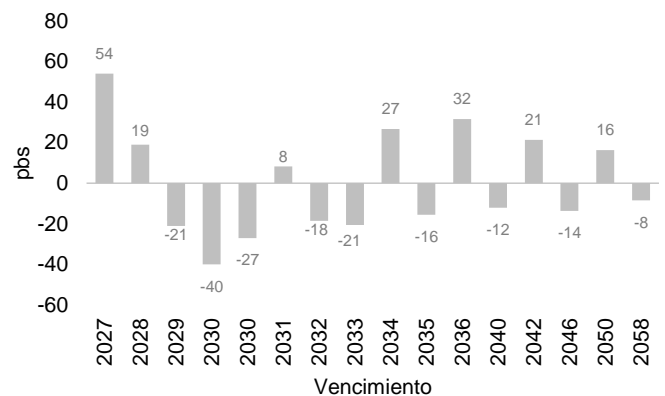
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



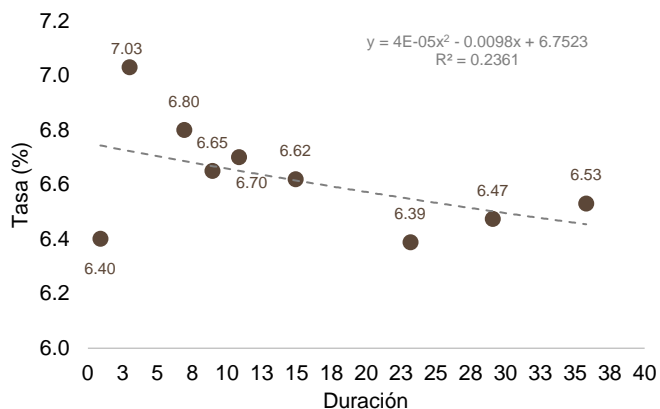
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



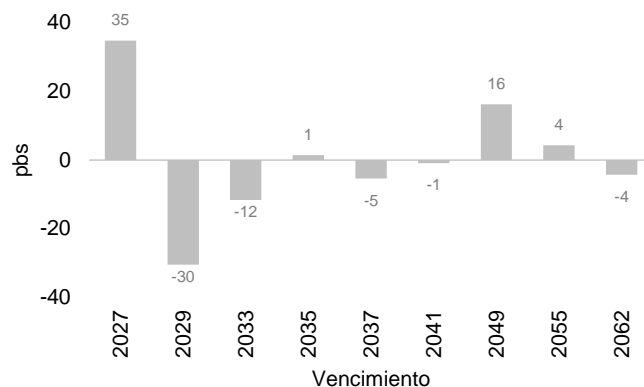
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



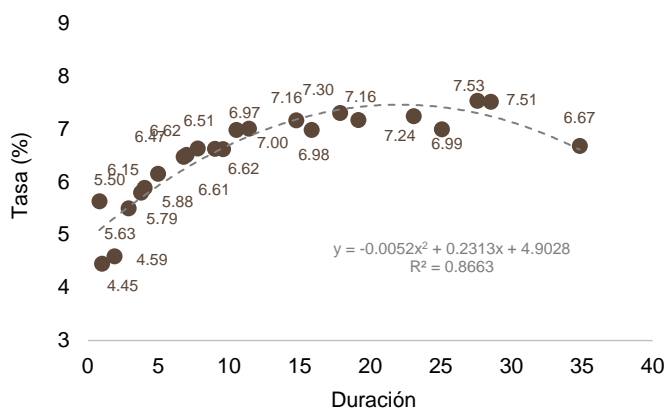
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



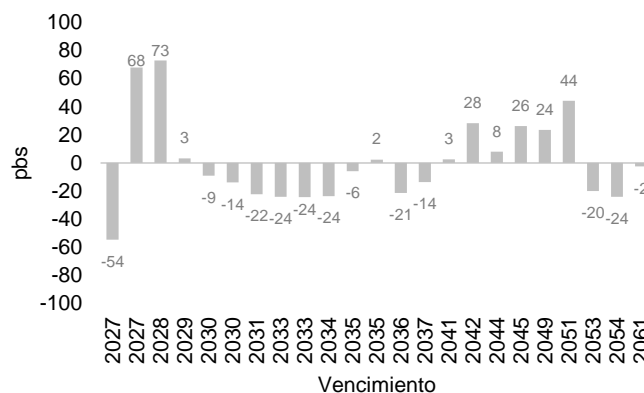
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.3	11.00	-105	127	193	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.3	13.69	-21	227	411	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.6	13.99	4	149	402	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.4	14.25	35	132	357	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.8	14.39	32			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.2	14.20	30	115	331	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.7	13.89	-1	164	234	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.7	13.80	11	78	244	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.1	13.94	39	102	236	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.2	13.91	39	101	220	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.2	13.30	13	40	133	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.9	13.70	19	60		
TFIT16090736	jul-36	6.25	5.8	13.12	32	47	94	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.0	13.30	23	30	75	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.4	12.90	-10	10	35	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.5	13.13	17	6	45	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.5	12.80	1	-4	22	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.4	13.22	4	17		

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	0.8	6.50	-32	55	94	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.7	7.21	-3	101	126	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.9	7.60	2	105		
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.8	7.08	-14	63	104	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.9	6.65	-50	20	52	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.2	6.70	-33	8	59	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.7	6.65	-36	16	43	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.7	6.39	-45	6	59	
TUVT32160655	may-55	5.25	12.6	6.60	-25	6	91	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.4	6.60	-23	-10		

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	5.60	-14	79		
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.0	4.40	-11	-7	-75	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.7	4.30	-47	-126		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.4	5.56	-12			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.6	5.51	-19	39	-75	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.4	5.78	-32	5	-113	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.4	5.86	-51	3	-120	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.9	6.49	-42			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.4	6.11	-50	4	-108	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.2	6.18	-46	-9	-140	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.9	6.38	-30	1	-53	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.3	6.48	-57	-16	-129	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.7	6.60	-51	-18	-133	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.4	6.56	-69	-40	-172	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.5	6.57	-72	-46	-164	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.9	6.93	-49	-21	-145	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.3	6.97	-47	-16	-133	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.1	7.12	-50	-26	-149	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.3	6.99	-75	-45	-152	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.2	7.28	-55	-27	-145	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.4	7.20	-69	-49	-151	
COLGLB49	may-49	5.20	11.1	7.24	-64	-38	-148	
COLGLB51	may-51	4.13	12.3	6.97	-72	-51	-143	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.9	7.48	-61	-36	-169	
COLGLB54	oct-54	8.38	11.1	7.48	-60	-35	-171	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.6	6.66	-68	-53	-133	

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	0	510	501	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.2	4.05	-55	3		
COLGLA30	nov-30	4.50	3.9	5.78	-32	5	-113	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.2	5.60	-45	-13		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.4	6.05	-55	-14		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.2	6.26	-57	-21		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.2	6.50	-58	-39		

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.