



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Entre el impulso y la razón, la prudencia

Mayo 29 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

Los títulos de deuda pública globales registraron desvalorizaciones no despreciables en medio de un reajuste importante de expectativas de tasas de política monetaria a nivel mundial. En EEUU, la inflación se aceleró a niveles cercanos al 4% y el mercado monetario ahora anticipa el inicio de un ciclo alcista en los tipos de la Fed antes de finalizar este año, cuando hace apenas un par de meses atrás descontaba recortes. Sumadas unas persistentes presiones fiscales y una menor demanda estructural por deuda americana, los rendimientos de los Tesoros podrían subir hasta 5% antes de finalizar 2026, lo que constituye un panorama complejo para los activos de renta fija en el corto plazo.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes se recuperaron en abril tras las fuertes salidas de marzo. Las compras en títulos de renta fija fueron significativas y estuvieron concentradas especialmente en bonos de Asia y LATAM, estos últimos favorecidos por tasas de interés de política elevadas, mejoras en los términos de intercambio de economías exportadoras netas de petróleo y su localización geográfica.

Los TES también se desvalorizaron y el promedio de las tasas de interés a lo largo de la curva se mantiene en niveles superiores al 14%. Además de los efectos del contexto externo, factores locales como las recientes sorpresas al alza en la inflación, la probabilidad de que BanRep reanude en los próximos meses el ciclo alcista en la tasa de intervención y la volatilidad característica que genera el ciclo político, también fueron determinantes para el mercado.

El ritmo de colocaciones en subastas, que venía muy rezagado en meses previos, se aceleró en mayo en medio de una moderación en las emisiones convenidas con entidades públicas. Esto se explicó principalmente por la ejecución de la primera mega-subasta del año en el mercado primario, la cual tuvo un apetito elevado por parte de los inversionistas. Como lo había advertido Crédito Público, este mes no se ejecutaron operaciones de manejo de deuda y se canceló en su totalidad la obligación del Total Return Swap (TRS) con la banca externa.

Bajo este contexto, la posición de liquidez en COP del Gobierno mostró mejoras frente a lo observado en 2025 para esta misma época del año, pero permanece en niveles bajos. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario se redujeron levemente, pero el apetito de los inversionistas ha venido mejorando.

Contexto internacional

El último mes fue particularmente duro para la renta fija global, con varios bonos soberanos alcanzando máximos del año en sus rendimientos de largo plazo. En su totalidad, este comportamiento se sustenta por los efectos alcistas sobre los precios que ya está ocasionando el conflicto en Medio Oriente (MO), especialmente vía costos de producción y su transmisión a la inflación al consumidor global (ver “Esperar y observar” en [IMCE – Mayo de 2026](#)).

Este choque está generando al mismo tiempo un fuerte reajuste en las expectativas de tasas de política monetaria en los mercados financieros, no sólo por el efecto inflacionario que este choque implica en sí mismo, sino también por la mayor presión fiscal-presupuestal que esto conlleva en varias economías. En efecto, muchos países importadores netos de recursos energéticos, que tienen mercados de combustibles regulados y cuyos Gobiernos subsidian los precios locales para mitigar la volatilidad de los precios externos, enfrentarían un mayor déficit fiscal y asimismo más necesidades de financiamiento en el corto plazo (emisión de deuda), una combinación nefasta para los mercados de bonos.

En el caso particular de EEUU, hace apenas 3 meses, justo antes del inicio de hostilidades en MO, el mercado monetario descontaba para este año recortes de 50-75 pbs en los tipos de interés de la Fed. Desde entonces, el reajuste en dicha expectativa ha sido notable y a la fecha el mercado ya no descuenta recortes de tasas de interés hacia finales de 2026, como previamente lo hacía. De hecho, la probabilidad implícita en el mercado de Futuros de Fondos Federales (FFF) ahora sugiere incrementos en los tipos de interés para finales de este año (Gráfico 1), algo que podría prolongarse durante el primer semestre de 2027.

En Asia y Europa, las expectativas de tasas de política monetaria implícitas en los mercados también apuntan a incrementos en los tipos antes de finalizar 2026 (Gráfico 2). De hecho, estas expectativas se han intensificado dada la elevada exposición que tienen estas economías a los efectos inflacionarios de la tensión geopolítica en MO.

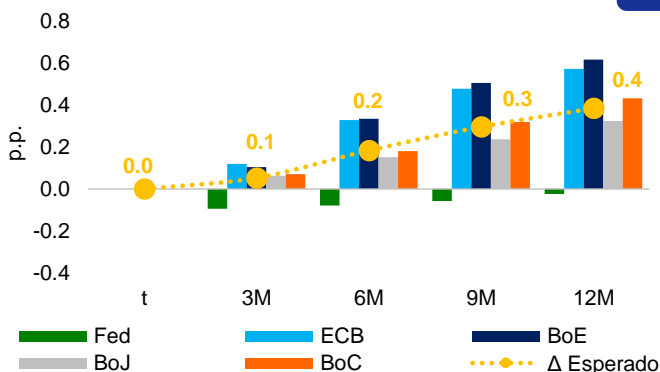
Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10

Probabilidad movimientos tasa Fed* vs Renta Fija **1**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Expectativas implícitas de tasas Fed en el mercado monetario de EEUU.

Trayectorias de tasas de política en avanzados* **2**



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

años en EEUU, alcanzaron niveles de 4.6% en mayo, máximos no vistos desde principios de 2025. Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia, aunque en una mayor magnitud, principalmente los bonos soberanos japoneses donde la tensión monetaria-fiscal luce más fuerte relativo a lo que se observa en otras economías de mercados desarrollados, pues allí la postura monetaria sigue siendo expansiva (necesidad de un ajuste monetario más fuerte) y la presión fiscal por su condición de importador neto de petróleo también es fuerte (más déficit y endeudamiento público).

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 aumentó en el último mes a máximos no vistos de agosto de 2025, aunque permanece por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 3). La pendiente en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados se estabilizó, pero continúa en niveles inferiores a los registros de meses previos. La excepción marcada en este entorno ha sido la curva de bonos de Japón, cuya pendiente sigue aumentando significativamente en respuesta a la tensión monetaria-fiscal explicada anteriormente (Gráfico 4).

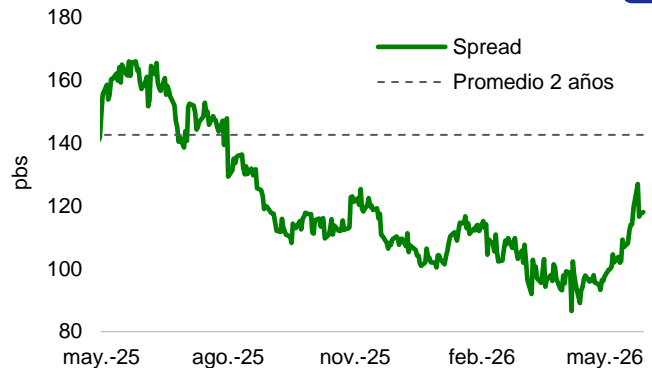
En LATAM, según lo evidencia las expectativas de tasas de política implícitas en los mercados monetarios, el sesgo para todo 2026 es ligeramente bajista, especialmente en Brasil donde los inversionistas anticipan recortes adicionales de 150 pbs en la tasa de política monetaria. El contraste de la región sigue siendo Colombia, donde el mercado anticipa aumentos de al menos 100 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 aumentos no despreciables de 30 pbs, en promedio. Al excluir el movimiento de la deuda pública de Colombia, las desvalorizaciones regionales fueron más moderadas y promediaron 17 pbs (Gráfico 5).

Las primas de riesgo-país en LA5 mostraron relativa estabilidad en el balance, favorecidas por un mayor apetito por riesgo de los inversionistas y la debilidad del USD. Sin embargo, en línea con lo observado en las tasas

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

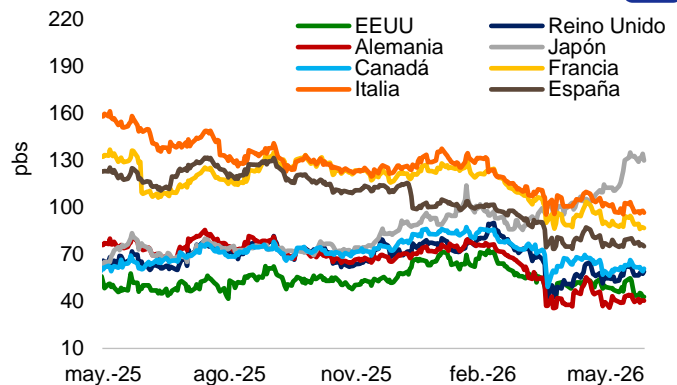
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

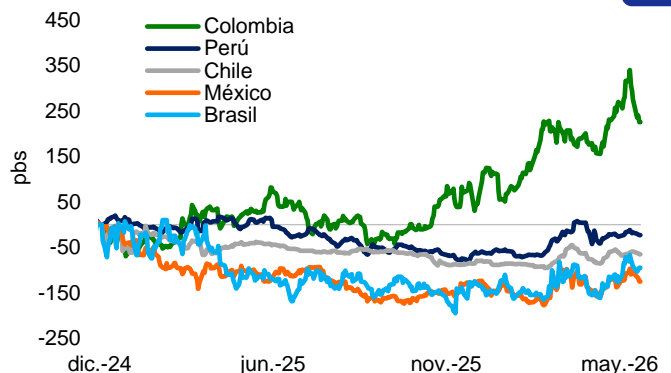
4



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.

de interés de los bonos denominados en moneda local, la prima de riesgo de Colombia se deterioró en el último mes como consecuencia de la volatilidad típica del periodo de elecciones presidenciales. En efecto, los CDS a 5 años de Colombia aumentaron hasta 230 pbs en algunas sesiones y permanecen por encima de sus pares regionales (Gráfico 6).

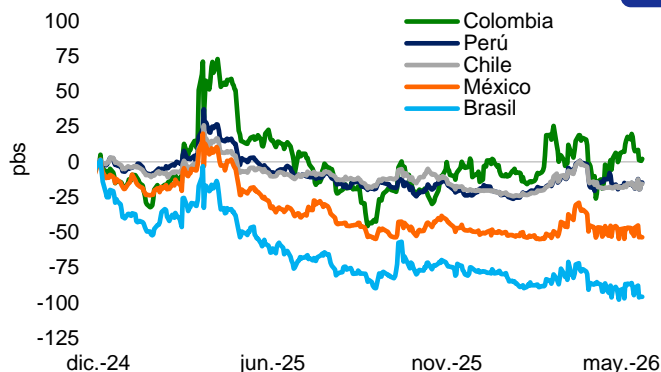
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, se recuperaron en abril tras las fuertes salidas de marzo por cuenta del conflicto en MO. Esta dinámica estuvo impulsada por una menor aversión al riesgo global, una afectación relativamente limitada sobre las condiciones financieras globales y la persistente debilidad del USD (ver “Volatilidad a la vista” en [IMC – Abril de 2026](#)). Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las entradas netas de flujos fueron por USD 54,800 millones, de los cuales USD 49.800 millones fueron compras en títulos de renta fija.

Por regiones, Asia (sin China) y LATAM se destacaron como las principales cuentas de atracción de estos flujos, con compras de bonos por USD 22,200 y USD 20,100 millones, respectivamente. Específicamente en LATAM, el mayor diferencial de tasas de interés, las importantes mejoras en los términos de intercambio y su localización geográfica han sido los principales determinantes de este comportamiento (Gráfico 7). En Europa EM y los países de África y MO, se registraron entradas netas de flujos por USD 9,100 y USD 7,300 millones, en ese mismo orden.

En el acumulado del año, y a pesar de la turbulencia internacional desencadenada por el conflicto en MO, la demanda extranjera por bonos EM sin China se sitúa en USD 172,500 millones, superior a las compras netas de USD 86,700 millones efectuadas durante el mismo periodo de 2025. La región que más está concentrando estos flujos de inversión de cartera hacia EM es Asia sin China (42.2%), seguida de LATAM (22.6%), África y MO (19.3%) y Europa (16%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

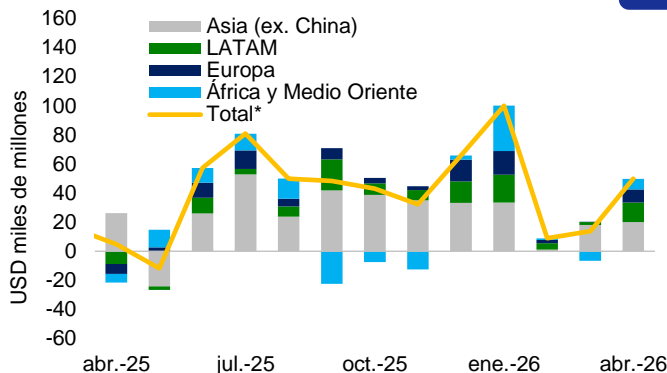
6



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

En línea con este comportamiento de la deuda pública global, los TES se volvieron a desvalorizar en mayo y el promedio de las tasas de interés a lo largo de la curva se mantiene en niveles superiores al 14%. Factores locales como las recientes sorpresas al alza en la inflación, la probabilidad de que BanRep reanude en los próximos meses el ciclo alcista en la tasa de intervención y la volatilidad característica que genera el ciclo político, también fueron determinantes del mercado en el último mes.

Sobre esto último, la relación que han tenido los TES con el vaivén típico del periodo electoral ha sido alta en lo que va corrido de este año, particularmente entre abril y mayo, que son meses pre-electorales. En las últimas semanas de mayo, este ha sido justamente el principal determinante de la volatilidad en el mercado (Gráfico 8), coherente con la víspera de la primera vuelta de las elecciones presidenciales y lo que algunas mediciones de Brecha Política (BP) muestran en el país.

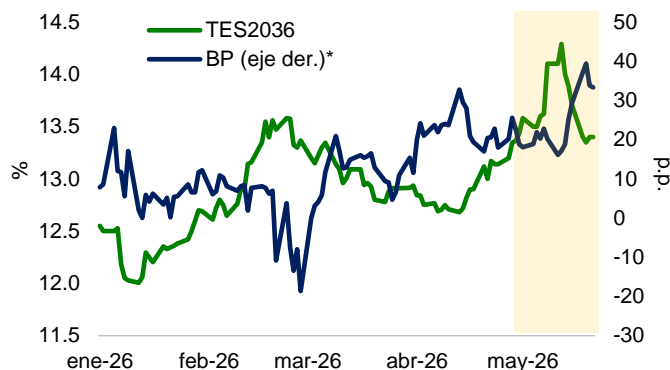
En cuanto al manejo del financiamiento interno de la Nación, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) comenzó a acelerar las colocaciones en subastas competitivas y no competitivas, en medio de una moderación en las emisiones convenidas con entidades públicas. Esto se explicó principalmente por la ejecución de la primera mega-subasta en el mercado primario, que como fue anunciado por la propia DGCP, busca reemplazar las necesidades de colocaciones directas con inversionistas privados que se habían programado en el Plan Financiero de 2026 (PF26).

Cabe destacar también que, tal como lo había advertido la DGCP, en mayo no se realizaron Operaciones de Manejo de la deuda (OMD) interna. A la fecha, estas OMD, principalmente vía recompras de TES, han permitido reducir del saldo de la deuda interna este año en COP 7.4 billones, que se suman a los COP 30 billones de 2025 (ver “Pocas opciones, muchas tensiones” en [IMDP – Diciembre de 2025](#)).

Lo anterior ha implicado una menor presión sobre la posición de liquidez en COP del Gobierno, principal instrumento para ejecutar estas recompras de TES. Con corte en la semana del 22 de mayo, el saldo de

Relación TES COP con sesgo político en 2026

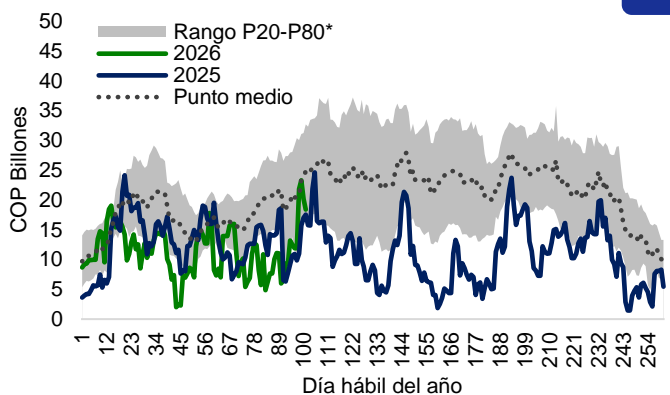
8



Fuente: PolyMarket y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial apuestas políticas de mercado entre oposición y oficialismo.

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.

disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 18.4 billones, nivel que supera los registros de mayo de 2025 y muestra consistencia con lo anterior, en un entorno donde también la dinámica de los ingresos por recaudación viene mejorando. Sin embargo, los niveles actuales de la caja permanecen por debajo del límite inferior frente a los puntos de referencia históricos para esta misma época del año (Gráfico 9).

La DGCP tampoco realizó OMD (principalmente recompras) en el mercado externo en mayo, con lo cual la reducción acumulada del saldo de la deuda externa este año se mantiene en USD 4,424 millones (COP 16.4 billones), superior a los USD 3,919 millones (COP 14.5 billones) de todo 2025. Esto también ha liberado presiones sobre la posición de liquidez en USD del Gobierno.

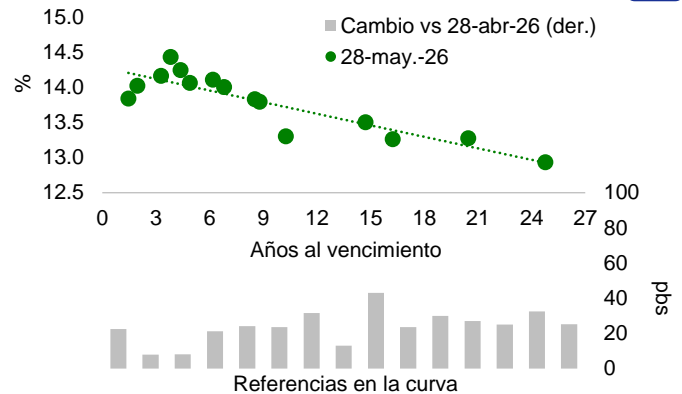
Asimismo, la DGCP continuó con el desmonte de la operación del *Total Return Swap* (TRS) con la banca externa, obligación que habría sido cancelada en su totalidad este mes. Teniendo en cuenta que los TES entregados en garantía para el TRS habrían sido amortizados totalmente en abril y que el restante de la obligación en mayo implicaba liberar el resto del colateral en TES Globales y Tesoros (títulos denominados en USD), lo anterior también habría sido otro factor que alivió las presiones sobre la caja del Gobierno.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó al alza en promedio 21 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en la parte más larga de la curva, en línea con el aumento de la prima de riesgo del último mes. La prima a término de la curva sigue siendo negativa (curva invertida), aunque en mayo se redujo frente a los niveles observados en marzo-abril (Gráfico 11).

En el tramo corto de la curva se registraron aumentos en tasa de 15 pbs. Allí sobresalen los incrementos de 22 pbs en los rendimientos de los TES2027 hasta niveles de 13.8%, lo cual responde al reciente repunte en las expectativas de inflación y tasas de BanRep del mercado. Justamente esto se ha visto reflejado en el aumento que registraron las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario, especialmente el movimiento de las tasas de los TCO que en las últimas subastas rozaron

Evolución mensual de la curva TES COP

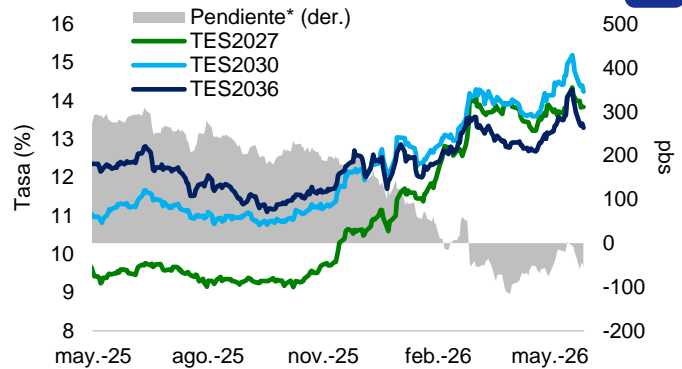
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

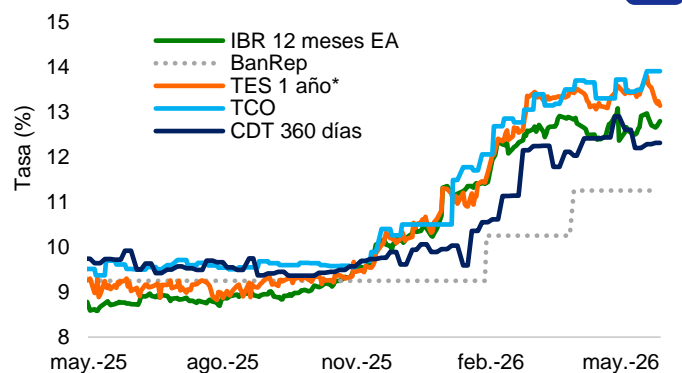
11



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

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.

niveles del 14% (Gráfico 12), también afectadas por una baja demanda de los inversionistas. En este sentido, los rendimientos de los TCO continúan muy por encima de las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días que se sitúan en 12.3% y de la tasa IBR a 12 meses que se ubica en 12.8%.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 19 pbs, donde sobresale el incremento de 24 pbs de los TES2030 y TES2031 hasta 14.24% y 14.06%, respectivamente. En los TES COP de mayor duración, por su parte, se registraron desvalorizaciones de 28 pbs. Allí se destaca el aumento de 43 pbs de los TES2034 hasta niveles de 13.47%.

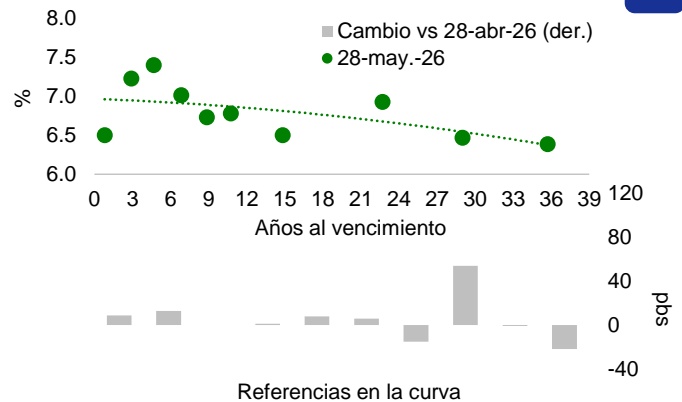
En línea con lo anterior, la curva de rendimientos de los TES UVR también tuvo un desplazamiento al alza de 7 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron aumentos promedio de 6 y 5 pbs, respectivamente, donde se destaca la fuerte desvalorización de 54 pbs de los TESUVR2049 hasta 6.93%, títulos que han perdido mucha liquidez en el mercado secundario por no ser referencias *on-the-run* y por la existencia de un mayor número de papeles en el tramo de largo plazo de la curva, lo que ha generado más demanda por otras referencias.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES aumentó hasta 7.2% en mayo y alcanzó máximos no observados desde febrero del presente año (Gráfico 14). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES ascendió hasta niveles de 7.2%, también alcanzando los niveles más altos desde febrero. 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 2.4 billones en mayo, inferior frente a los volúmenes registrados en abril, aunque superior a los COP 2 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2028, TES2030 y TES2035. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2031 y TESUVR2062.

Evolución mensual de la curva TES UVR

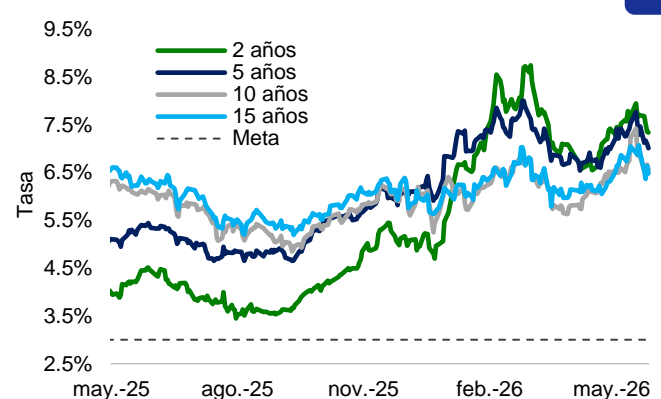
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

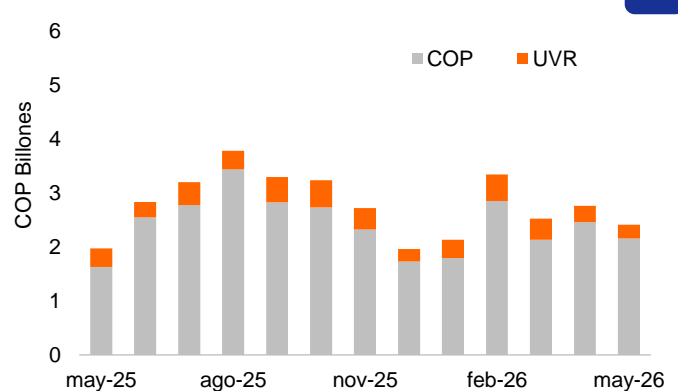
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos para 2026, el monto total colocado se aceleró hasta COP 30.5 billones con corte al 29 de mayo, en gran medida asociado a la reciente mega-subasta de TES COP por COP 6 billones que tuvo un gran apetito y activó la cláusula de sobre-adjudicación del 100%. El ritmo actual de colocaciones vía subastas, relativo a la meta de COP 60 billones anunciada en el PF26, aumentó considerablemente por lo anterior y en el último mes superó el 50% del mismo periodo de 2025 (Gráfico 16). En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 22.2 billones, repartidas en COP 16.5 billones de TES COP y COP 5.7 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones del uso de las no competitivas ascendieron hasta COP 8.1 billones.

En las colocaciones primarias de TES COP y TES UVR, las tasas de corte en mayo alcanzaron promedios máximos históricos de 14.25% y 7.03%, respectivamente. Lo anterior se dio a pesar de un mayor apetito de los inversionistas, con un *bid-to-cover* que se ubicó en 4.1 veces en las subastas de TES COP y de 5.4 veces en las de TES UVR, las demandas más altas desde principios de año (Gráfico 17).

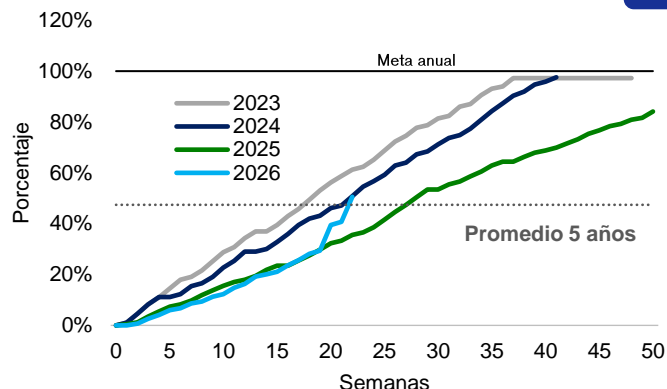
En las subastas de TCO, el monto subastado este año asciende a COP 15.2 billones, lo que representa un 23.7% del cupo total definido para 2026. Las tasas de corte de los TCO en subastas alcanzaron un promedio de 13.58% y en algunas rondas se ubicaron cerca de 14%, con un *bid-to-cover* promedio que disminuyó hasta 1.7 veces. Por su parte, el ritmo de colocaciones convenidas con entidades públicas se habría acelerado levemente hasta COP 3.5 billones en mayo, pero es inferior al promedio mes de COP 4.4 billones del año corrido que libera presiones sobre las tasas de mercado.

De esta forma, las colocaciones internas ascienden en 2026 a un acumulado de COP 52.4 billones, es decir, un 62.9% de la meta de COP 83.3 billones definida en la actualización del PF26 (Gráfico 18). Como explicamos anteriormente, los desembolsos por subasta ascienden a COP 30 billones y alcanzan el 50% de la meta PF26, mientras que el acumulado de las colocaciones directas suma COP 22 billones, el 94.9% del límite programado.

Los datos consolidados a abril del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,181 billones. Como

Cumplimiento de colocaciones por subastas

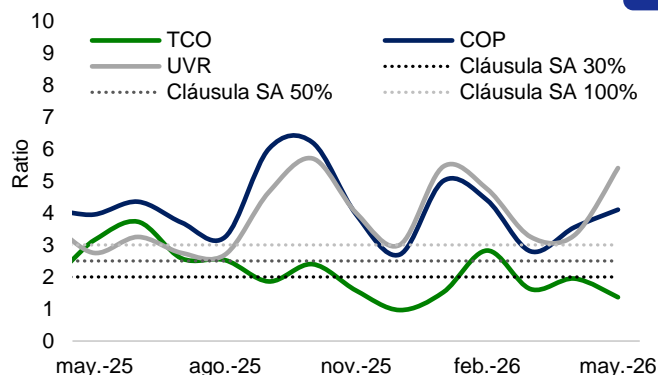
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

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.

porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 62.9%, que si bien sigue superando el 61.9% del mismo mes de 2025, comenzó a moderarse frente al máximo histórico de febrero de este año (46.7%). El saldo de la deuda interna bruta fue de 46.1% del PIB, también superior al 41.6% del mismo mes del año anterior.

La principal fuente de financiamiento interno del Gobierno este año sigue siendo los TES de largo plazo, en contraste con la dinámica del financiamiento de corto plazo que se ha reducido (Gráfico 19). Con corte a mayo, las colocaciones de TES de largo plazo ascienden a COP 62 billones en 2026, superando los COP 44.9 billones acumulados durante el mismo periodo de 2025.

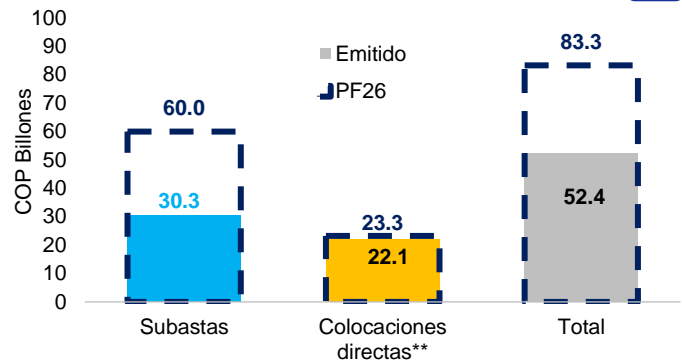
Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se redujo hasta 16.7% del PIB, inferior al 20.3% de abril de 2025. Este comportamiento sigue atado a la apreciación del COP, las OMD externas de la DGCP y el pago anticipado del TRS. Los niveles actuales de la deuda externa como porcentaje del PIB son también mínimos que no se observaban desde diciembre de 2019. De esta forma, la participación de la deuda externa se ha reducido hasta mínimos históricos de 26.6% del total de la deuda pública, mientras que la deuda interna aumentó hasta 73.4%.

Así, nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para el mes de mayo, habría alcanzado niveles de 63.1%. Descontando los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, se estaría ubicando en niveles del orden de 56.8% del PIB.

Las cifras de tenedores de TES de abril, publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), mostraron un mayor apetito por TES de los inversionistas institucionales. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado aumentaron sus tenencias en COP 5.2 billones y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna asciende a 29.9%. Los bancos comerciales compraron COP 5.1 billones, llevando su participación sobre el saldo total de TES hasta 15.1%. Asimismo, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.8 billones, con lo cual su participación aumentó hasta 12.2%.

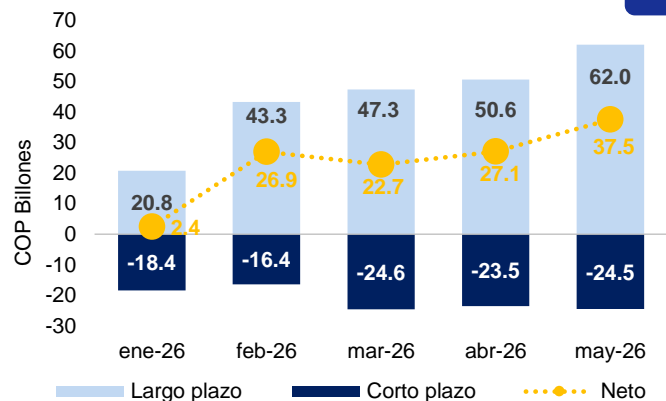
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 3.3 billones, algo que se explica

Emisiones y cupos de TES programados en 2026 **18**



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

Financiamiento interno acumulado durante 2026 **19**



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

en parte por su estrategia de mejorar su posición de liquidez en USD y utilizar recursos en COP para finalizar el pago del TRS a través de compras de USD en el mercado local. El saldo del portafolio de TES se redujo a COP 2.1 billones, el nivel más bajo desde mayo de 2025. Por su parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron ventas históricas por COP 13.1 billones en abril (Gráfico 20) y su participación sobre el saldo total de TES disminuyó hasta 20.6%, si bien continúan como los segundos mayores tenedores de TES. Al excluir los COP 4.6 billones (USD 1,240 millones) del pago anticipado del TRS en abril (distorsión contable), los FCE habrían sido vendedores netos por COP 8.4 billones. De acuerdo con cifras de la Contraloría General de la República, estas ventas estuvieron impulsadas principalmente por fondos mutuos (excluyendo a PIMCO) y fondos soberanos.

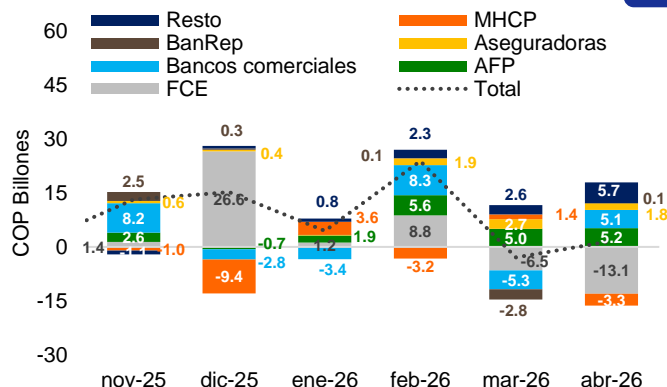
De acuerdo con cifras de agentes del mercado, en mayo los FCE habrían sido vendedores netos por COP 2.1 billones, algo que seguiría distorsionado por el efecto contable del pago anticipado del TRS. Este comportamiento está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, las cuales dan cuenta de salidas por USD 623 millones durante la primera semana del mes.

En este entorno, las necesidades de liquidez del sistema mostraron relativa estabilidad en mayo. La demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 17.4 billones, por debajo 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 14.4 billones, con una utilización que bordeó el 56%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 15.5% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó hasta COP 7.6 billones.

Para junio se estima una entrada de recursos al sistema por COP 6.9 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 2.2 billones del pago del cupón de los TES2032; 2) COP 1.2 billones del cupón de TESUVR2049; y 3) COP 3.5 billones del vencimiento de TCO.

Cambio mensual en tenencias de TES

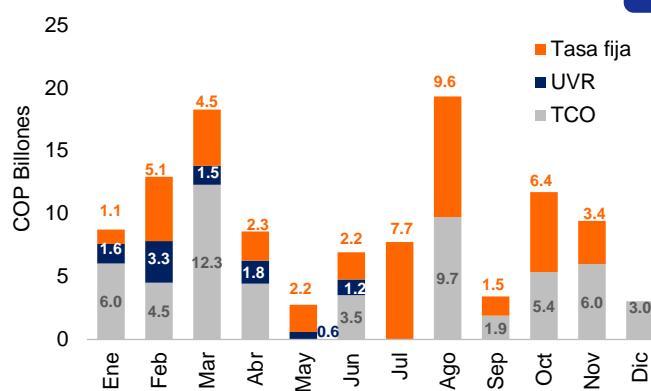
20



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Aspectos técnicos

La posición de riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró en abril en términos de su retorno, pero sigue siendo una de las alternativas más riesgosas dentro de este conjunto.

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 8.36% hasta 8.46% y permanece por encima de la tasa promedio muestral de 2.99%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 121 pbs 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 ascendieron hasta 8.54%, y se mantienen por encima de la media muestral de 4.17%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 2.89 p.p., también por encima del nivel promedio de muestra de 1.7 p.p.

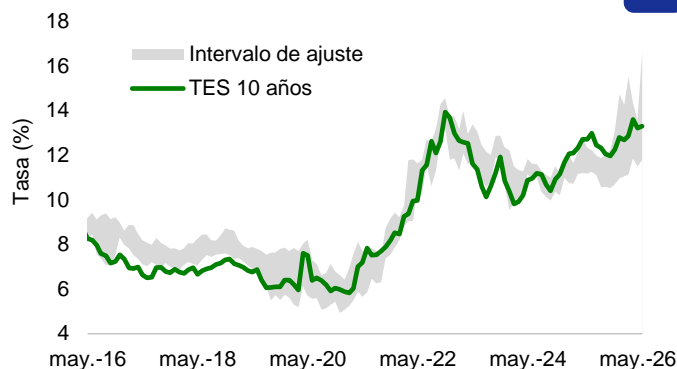
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2030 de febrero y de septiembre, con un espacio de valorización de hasta 26 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 32 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

Niveles justos de los TES de largo plazo

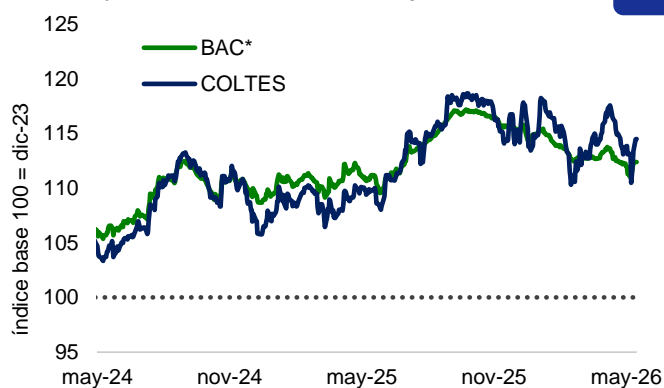
22



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

Desempeño del índice de renta fija - BAC

23



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

eficiencia-duración se destacan los TESUSD2030 y TESUSD2033 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 33 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 13.6% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 13.3%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 33 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 -0.1% en mayo. Este retorno presentó un mejor desempeño frente al -0.36% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC ascendió desde 2.43% en abril hasta 2.76% en mayo (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 (35%), pero también se evidencia una exposición relevante en el tramo largo, particularmente en los TES2058 (26.4%).

Expectativas de corto plazo

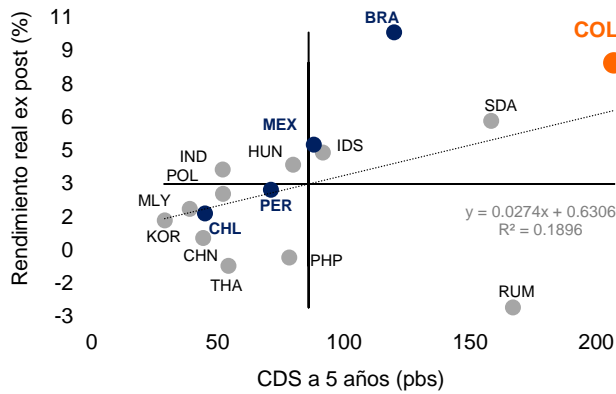
El ajuste que vienen exhibiendo las expectativas de inflación y de tasas de política monetaria globales, consecuencia del conflicto en MO, seguirán ejerciendo presiones alcistas sobre los rendimientos de los bonos soberanos a nivel mundial. Dicho ajuste se seguirá sintiendo con mayor intensidad en EEUU, donde las presiones no solamente se derivan por el ciclo nominal (inflación y tasas de interés), sino también por una menor demanda estructural de Tesoros. **Estimamos que los rendimientos de los Tesoros a 10 años aumentarán hacia 4.7% - 4.8% en junio.** No descartamos niveles de 5% durante la segunda mitad del año.

En términos de la asignación de flujos de inversión hacia mercados EM, seguimos destacando un atractivo relativo hacia LATAM dadas las elevadas tasas de interés y los potenciales bajos efectos inflacionarios que tendría la región. Las exigencias de prima se mantendrán elevadas para aquellos países con un fuerte deterioro fiscal.

En terreno local, el mercado mantendrá un estrés importante en medio del actual periodo de elecciones presidenciales. Sorpresas inflacionarias en los próximos meses son altamente probables, teniendo en cuenta los riesgos de costos por el actual choque externo en MO y la inminente llegada de El Niño hacia 3T26. Sustituir exposición en TES COP de baja duración por TES UVR sigue siendo la mejor opción dado el actual contexto.

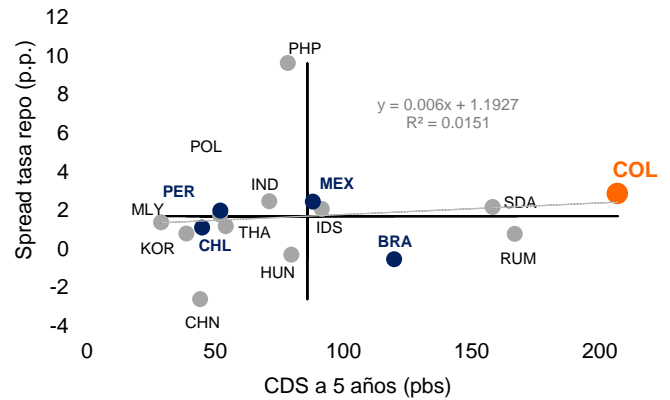
Advertimos que la curva TES COP seguirá presionada al alza en el muy corto plazo, especialmente los TES del tramo medio cuyos rendimientos continúan por encima de 14%. **Algunas oportunidades de entrada podrían aprovecharse dados los altos niveles de la curva y la ventana del trade político,** pero serían márgenes máximos de 20-30 pbs mensuales. Así, esperamos niveles objetivo de 13% en los TES de mayor duración.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



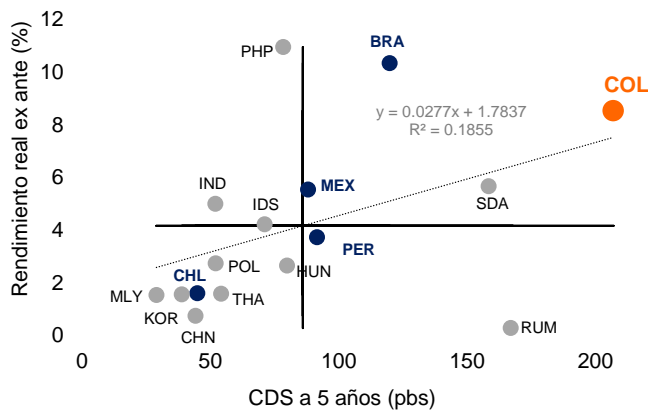
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



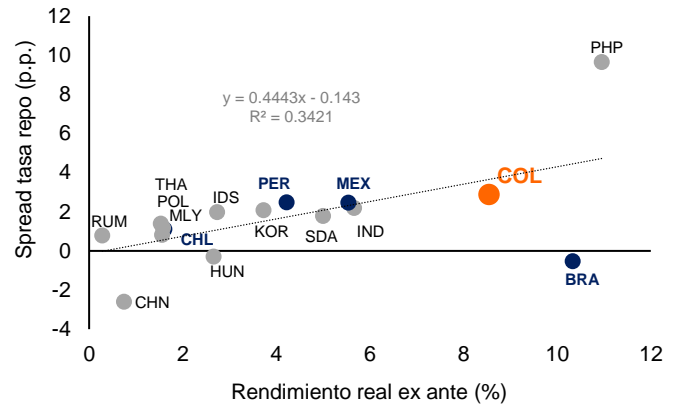
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



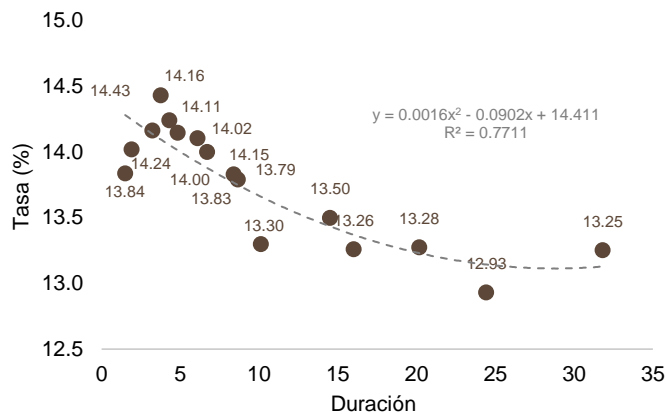
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



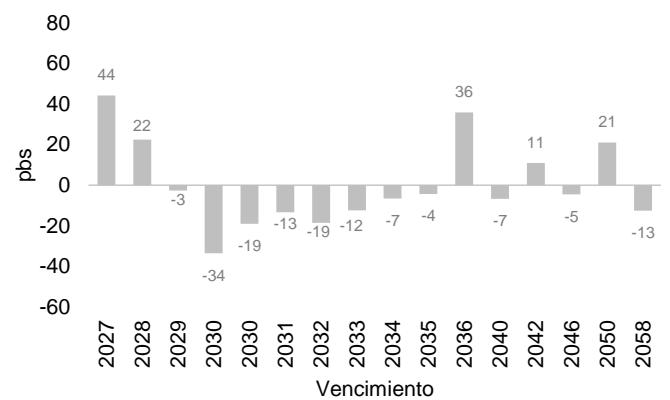
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



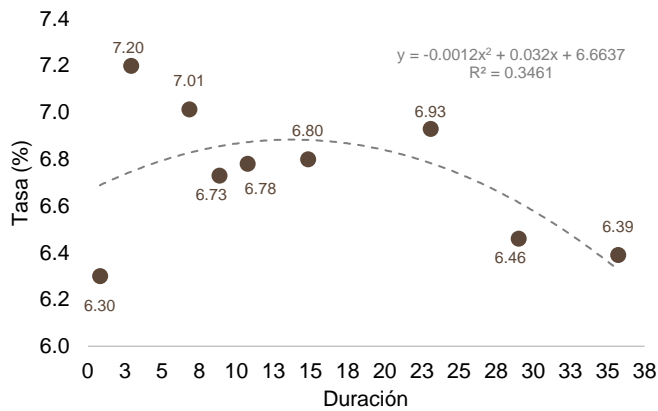
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



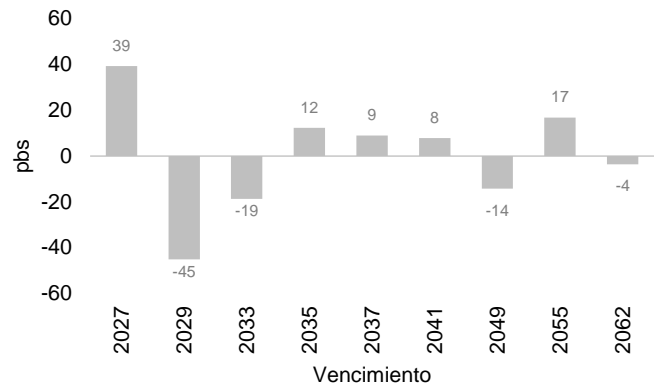
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



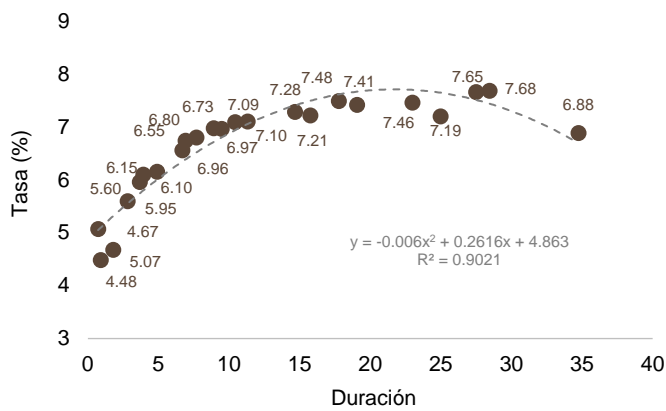
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



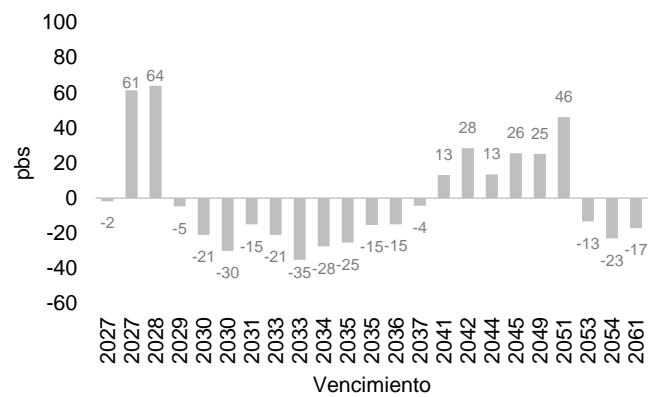
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.2	7.39	-361	-235	-159	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.3	13.84	22	242	426	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.6	14.02	8	152	399	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.3	14.16	8	123	314	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.7	14.43	21			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.1	14.24	24	119	291	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.6	14.33	38	208	263	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.6	14.15	34	113	240	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.0	14.11	32	119	220	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.1	14.00	13	110	195	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.1	13.83	43	93	156	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.8	13.79	24	69		
TFIT16090736	jul-36	6.25	5.7	13.30	30	65	88	
TFIT16281140	nov-40	12.75	5.9	13.50	27	50	61	
TFIT21280542	may-42	9.25	6.9	13.26	25	46	61	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.4	13.28	33	21	40	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.4	12.93	25	9	16	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.3	13.25	29	20		

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	9	55	143	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.6	7.23	13	103	134	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.8	7.40	0	85		
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.7	7.01	1	56	84	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.8	6.73	8	28	46	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.1	6.78	6	16	47	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.7	6.50	-15	1	8	
TUVT32160649	jun-49	3.75	12.2	6.93	54	60	91	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.4	6.47	-1	-7	57	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.6	6.38	-22	-32		







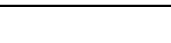
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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	0.7	5.07	-55	25		
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.9	4.48	-2	1	-49	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.6	4.67	44	-89		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.4	5.54	-4			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.5	5.60	-1	47	-54	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.3	5.95	9	23	-69	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.3	6.10	16	27	-61	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.8	6.66	13			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.3	6.15	-3	8	-81	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.1	6.32	4	5	-98	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.8	6.55	11	18	-72	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.2	6.73	17	9	-81	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.6	6.80	13	2	-87	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.2	6.97	31	1	-105	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.4	6.96	28	-7	-103	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.8	7.09	10	-6	-107	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.2	7.10	6	-3	-97	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.9	7.28	10	-9	-108	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.2	7.21	16	-23	-109	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.1	7.48	14	-6	-109	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.2	7.41	14	-28	-114	
COLGLB49	may-49	5.20	11.6	7.46	15	-16	-112	
COLGLB51	may-51	4.13	12.8	7.19	16	-29	-107	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.7	7.65	12	-18	-133	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.8	7.68	14	-15	-134	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.2	6.88	19	-31	-112	

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	494	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.1	4.29	14	26		
COLGLA30	nov-30	4.50	3.8	5.95	9	23	-69	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.1	5.66	-6	-7		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.4	6.07	-7	-12		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.1	6.32	-2	-15		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.1	6.56	-2	-32		

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.