



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Julio 1 de 2026

Euforia invertida

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 a nivel mundial mostraron valorizaciones moderadas en junio, en parte favorecidos por alivios en las tensiones geopolíticas globales y descensos generalizados en los precios del petróleo que han ayudado a contener las expectativas de inflación. El deterioro en las perspectivas de crecimiento económico también ha reducido la probabilidad de que los principales faros monetarios aumenten agresivamente las tasas de política monetaria, suavizando por esta vía las presiones alcistas en las tasas de interés de mercado.

Los flujos de inversión de portafolio hacia activos de renta fija de mercados emergentes (sin China) se moderaron en mayo y la información disponible de junio sugiere continuidad en esta tendencia. Lo anterior responde no sólo a un contexto de elevada incertidumbre global, sino también a unas condiciones financieras más restrictivas y una mayor inflación que deteriora el retorno real. Las compras acumuladas de bonos por parte de inversionistas extranjeros en 2026 siguen concentradas en títulos de Asia y LATAM.

Las valorizaciones en los TES fueron muy significativas y en varias referencias, especialmente del tramo medio y largo de la curva TES COP, las tasas de interés cayeron a mínimos no vistos desde noviembre de 2025. Según nuestros cálculos, cerca del 95% de este comportamiento se explica por una menor prima de riesgo y por factores idiosincráticos locales que impulsaron las compras de TES, luego de los recientes resultados electorales. Lo anterior ha sido compensado parcialmente por los aumentos de tasas de BanRep, una mayor inflación y la tendencia alcista en las tasas de interés de los Tesoros americanos este año.

El ritmo de colocaciones en subastas se siguió acelerando, en medio de la ejecución de dos mega-subastas en el mercado primario que tuvieron un elevado apetito por parte de los inversionistas. Por su parte, las colocaciones convenidas con entidades públicas se han moderado. Crédito Público realizó su tercer canje de deuda interna del año, con lo cual mejora el perfil de amortizaciones y mitiga los riesgos de refinanciamiento para 2027. La Nación no realizó recompras de TES ni de bonos Globales durante el último mes.

Bajo este contexto, la presión sobre la posición de liquidez en COP del Gobierno se ha reducido considerablemente y la caja retornó a sus puntos medios de referencia históricos. Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron, en línea con una mayor demanda de TES.

Contexto internacional

Los títulos de deuda pública a nivel mundial mostraron valorizaciones moderadas en junio, en parte favorecidos por alivios en las tensiones geopolíticas globales y descensos generalizados en los precios del petróleo que han ayudado a contener las expectativas de inflación. El deterioro en las perspectivas de crecimiento económico también ha reducido la probabilidad de que los principales faros monetarios aumenten agresivamente las tasas de política monetaria, suavizando por esta vía las presiones alcistas en las tasas de los mercados (ver “Llegó el mundial” en [IMCE – Junio de 2026](#)).

En EEUU, la Fed mantuvo estable sus tasas de interés en el rango 3.5% - 3.75% durante su reunión de junio. Sin embargo, como lo analizamos al detalle en un informe reciente, es altamente probable que aumenten a partir de 3T26 en medio de un tono más restrictivo del emisor y un estado de la economía que en el balance muestra un crecimiento resiliente y un mercado laboral equilibrado (ver “Los cambios incomodan, pero son necesarios” en [CE – Junio 19 de 2026](#)).

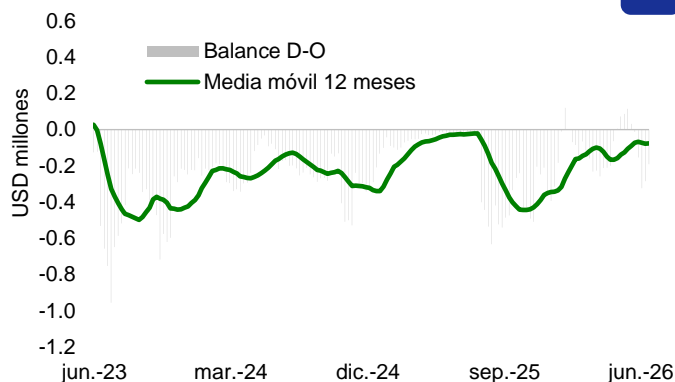
Coherente con lo anterior y con una transición hacia un régimen de reservas bancarias escasas (reducción de la base monetaria), la Fed comenzaría a disminuir sus tenencias de activos (bonos del Tesoro y MBS) durante el segundo semestre de este año. Esta situación podría profundizar el actual desequilibrio del mercado de Tesoros en EEUU (Gráfico 1), sumando presiones alcistas sobre las tasas de interés de los bonos en un contexto de elevada presión fiscal.

En Asia y Europa, las expectativas de tasas de política monetaria, implícitas en los mercados, siguen apuntando a incrementos adicionales para lo que resta de 2026 (Gráfico 2). En junio, el Banco Central Europeo (ECB) aumentó en 25 pbs su principal tasa de referencia hasta 2.25% y el Banco de Japón (BoJ) hizo lo propio con un incremento también de 25 pbs hasta 1%, alcanzando en ese último caso su nivel más alto en 31 años.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años en EEUU, se redujeron hasta niveles de 4.37% en junio, mínimo son vistos desde el pasado mes de mayo. Los rendimientos de los bonos soberanos de otros

Desequilibrio en mercado de bonos del Tesoro*

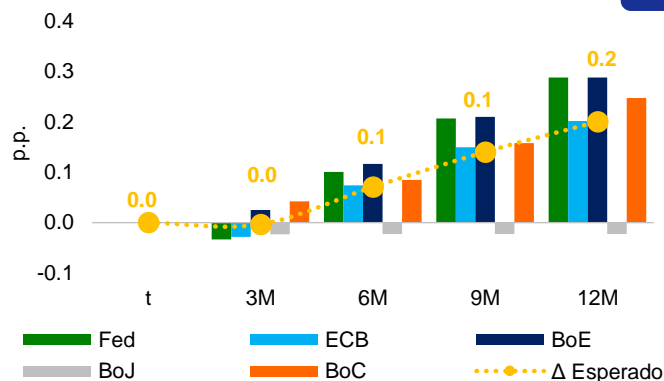
1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC. Balance demanda - oferta en el mercado de deuda pública en 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.

mercados desarrollados mostraron la misma tendencia durante el último mes, aunque en una menor magnitud.

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 a máximos no vistos de agosto de 2025, pero permanece por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 3). La pendiente en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados continúa descendiendo, siendo la única excepción el caso de Japón (Gráfico 4).

En LATAM, de acuerdo con las expectativas de tasas de interés implícitas en los mercados monetarios, se espera en el balance que los bancos centrales mantengan estables las tasas de política monetaria para lo que resta de este año. Los contrastes en la región siguen siendo Brasil y Colombia, donde en el primer caso se descuentan recortes de hasta 100 pbs en la tasa de política antes de finalizar el año, mientras que en Colombia se descuentan aumentos del orden de 100 pbs en la tasa de BanRep para los próximos 3 a 6 meses.

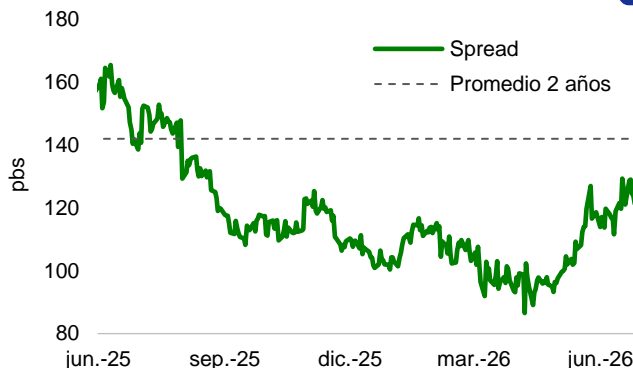
De esta forma, los rendimientos de largo plazo de los bonos soberanos de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5), registraron disminuciones promedio de 41 pbs, favorecidas en su totalidad por el fuerte *rally* de los bonos soberanos de Colombia (Gráfico 5). Al excluir el movimiento de la deuda pública de Colombia, las valorizaciones regionales fueron de apenas 3 pbs.

Las primas de riesgo-país en LA5 mostraron relativa estabilidad, excepto en el caso de Colombia donde se observaron reducciones muy fuertes tras los resultados de las elecciones presidenciales (Gráfico 6). En efecto, los CDS a 5 años de Colombia cayeron hasta niveles de 140 pbs, algo no visto en los últimos 5 años.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, registraron salidas netas en mayo, explicados principalmente por ventas en títulos de renta variable. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), las salidas netas de flujos fueron por USD 26,600 millones, pero la demanda por renta fija se mantuvo y las compras netas de estos títulos ascendieron a USD 10,400 millones.

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

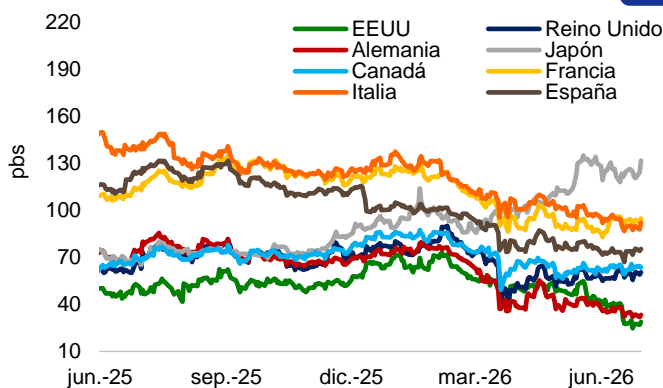
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

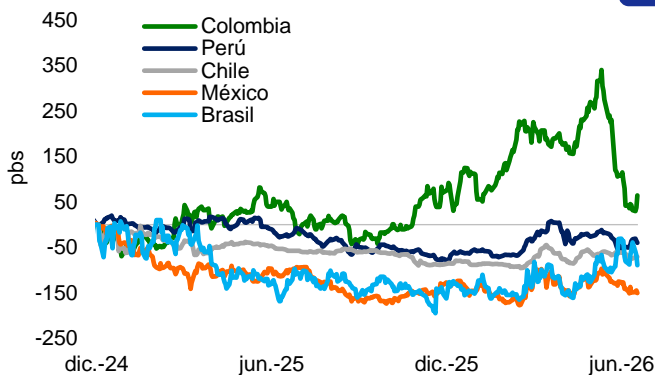
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



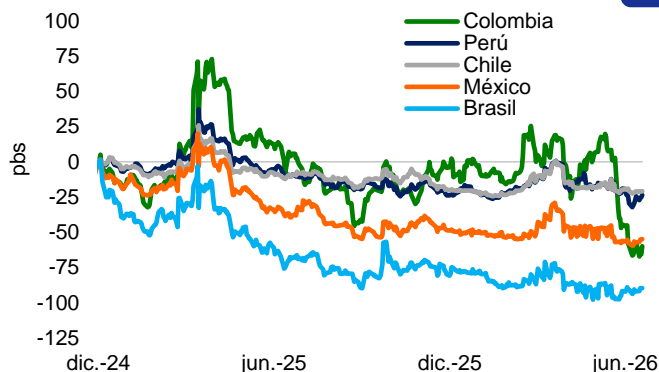
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2024.

Si bien la preferencia de los inversionistas persiste hacia la renta fija, ciertamente en 2T26 se ha observado una desaceleración en los flujos de compras netas frente a 1T26. La mayor moderación en estos flujos de compra hacia bonos de mercados EM se observó en Asia (sin China) y LATAM. En efecto, en Asia las entradas de deuda se desaceleraron hasta USD 7,800 millones, mientras que en LATAM lo hicieron hasta USD 1,600 millones, mínimos no vistos desde mayo de 2025 (Gráfico 7). En Europa EM y los países de África y Medio Oriente (MO), se registraron entradas netas de flujos por USD 2,700 y USD 2,600 millones, en ese mismo orden.

En el acumulado del año, y pese a las fuertes tensiones geopolíticas globales, la demanda extranjera por bonos EM sin China asciende a USD 203,600 millones, superior a las compras netas de USD 75,000 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 (38.3%), seguida de LATAM (22.3%), África y MO (20.6%) y Europa EM (18.8%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

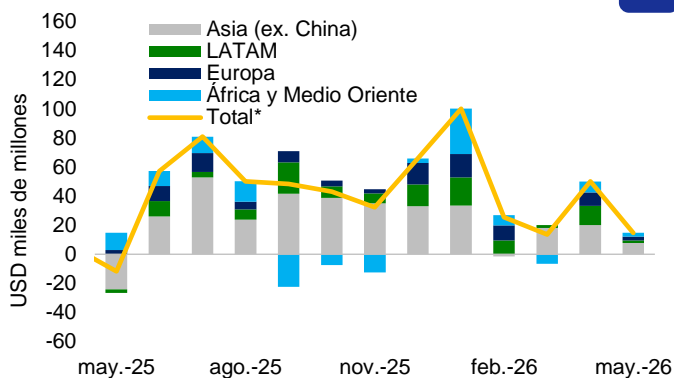
6



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 presentó un comportamiento muy positivo en junio y varias referencias, tanto en los TES COP como TES UVR, alcanzaron en sus rendimientos mínimos no vistos desde noviembre de 2025. En su totalidad, lo anterior se explica por el trade-político que muchos inversionistas aprovecharon dados los atractivos niveles de compra que mostraba la curva de rendimientos previo a los resultados de las recientes elecciones presidenciales.

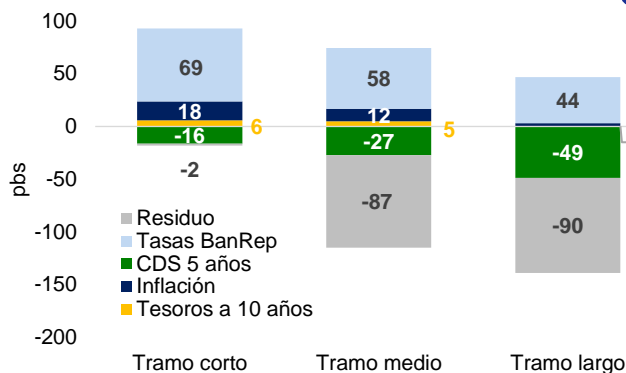
Según nuestras estimaciones, en especial para el tramo medio y largo de la curva TES COP, las valorizaciones en lo corrido del año han sido explicadas casi en su totalidad por una menor prima de riesgo exigida por los inversionistas (medida a través del CDS a 5 años) y también por factores idiosincráticos distintos a otros controles-determinantes típicos de la curva. En efecto, de la valorización de 66 pbs promedio en los TES de mayor duración, aproximadamente 63 pbs (el 95%) se explica por una mejora en la percepción de riesgo-país y una mayor demanda por efectos residuales que capturan el elemento idiosincrático (Gráfico 8). Lo anterior ha sido compensado parcialmente por los incrementos de tasas de BanRep este año, el aumento progresivo de la inflación y el comportamiento de los Tesoros a 10 años.

En cuanto al manejo no convencional del financiamiento interno de la Nación, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) siguió acelerando 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 dos mega-subastas en el mercado primario durante el mes de junio; una por COP 2 billones en TES UVR y la otra por COP 5 billones en TES COP. Ambas subastas tuvieron un apetito muy elevado, activando de esta forma las cláusulas de sobre-adjudicación del 100%.

La DGCP también realizó en junio su tercer canje explícito de deuda interna por COP 2.1 billones con los creadores de mercado. La operación consistió en retirar TESUVR2027 y TESUVR2029, entregando al mercado TESUVR2031 y TESUVR2062. Aunque no se conocen detalles de montos y tasas, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) explicó que esta operación contribuyó a mejorar el perfil de amortizaciones y mitigar

Descomposición movimiento curva TES COP*

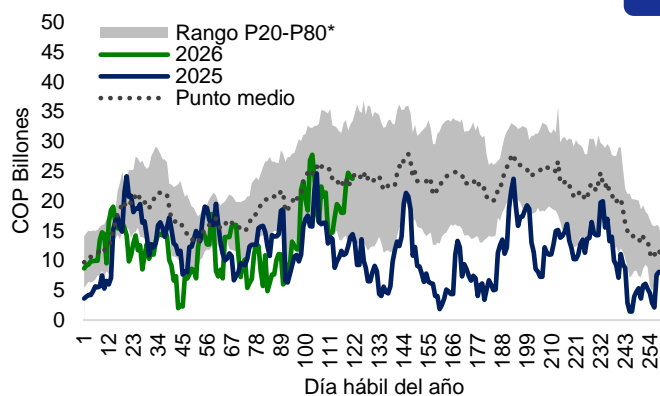
8



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Variación año corrido con corte al 24 junio de 2026.

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.

los riesgos de refinanciamiento de la Nación, especialmente de cara al año 2027. La DGCP no utilizó en junio otras Operaciones de Manejo de Deuda (OMD), como las recompras de TES, para reducir el saldo de la deuda neta. A la fecha, estas OMD han permitido disminuir el saldo de la deuda interna este año en COP 7.4 billones, muy por debajo de los COP 30 billones de 2025 (ver “Pocas opciones, muchas tensiones” en [IMDP – Diciembre de 2025](#)).

Esto último, sumadas las mega-subastas de TES de junio por COP 7 billones, han permitido mejorar la posición de caja en COP del Gobierno. Con corte a la semana del 19 de junio, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 23.7 billones, nivel que supera ampliamente los registros de junio de 2025 y se ubica en niveles normales si se compara frente a su punto medio de los últimos 10 años (Gráfico 9).

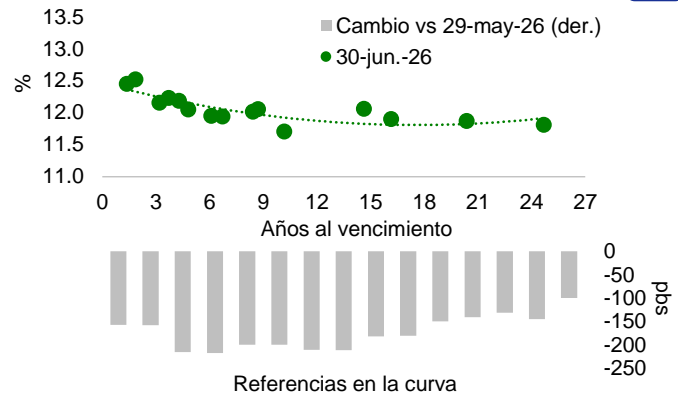
Sobre las OMD de la deuda externa, la DGCP no realizó ningún tipo de operación en el mercado externo en junio. Con las OMD de principios de este año, principalmente recompras de bonos, la reducción acumulada del saldo de la deuda externa en 2026 se mantiene en USD 4,424 millones (COP 16.4 billones), 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 durante este año.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó significativamente a la baja en junio y en promedio las tasas de los TES se redujeron 174 pbs frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). En línea con lo descrito anteriormente, las mayores valorizaciones se concentraron en TES del tramo medio y largo de la curva. La prima a término en la curva de TES COP sigue siendo negativa (curva invertida) y en junio dicho patrón se exacerbó, alcanzando mínimos no vistos desde el pasado mes de abril (Gráfico 11).

En el tramo corto de la curva se registraron disminuciones en tasa de 157 pbs. Allí sobresalen las reducciones de 158 pbs en los rendimientos de los TES2028 hasta niveles de 12.52%, a pesar de las presiones alcistas generadas por el comportamiento de la inflación y el ciclo alcista de tasas de política monetaria. Este comportamiento también se observó en las tasas de

Evolución mensual de la curva TES COP

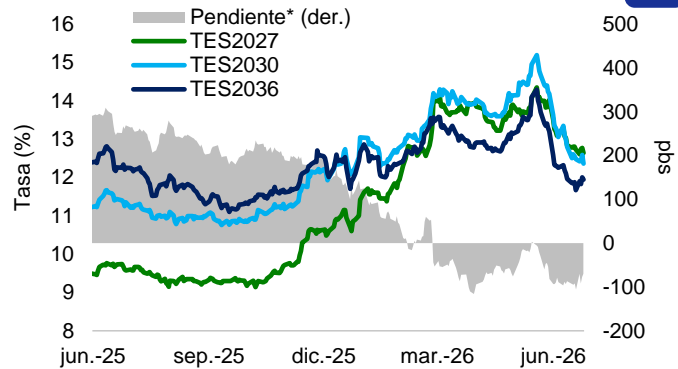
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

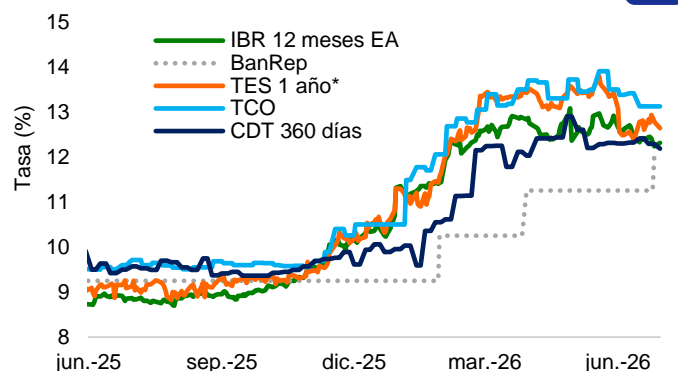
11



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.

interés de corto plazo del mercado monetario, especialmente el movimiento de las tasas de los TCO que en las últimas subastas disminuyeron hacia niveles de 12.97% (Gráfico 12). En línea con lo anterior, las tasas de interés de los TES a 1 año en la curva cero cupón y el IBR a 12 meses se redujeron de manera importante en el último mes (Gráfico 12). Los rendimientos de los TCO continúan por encima de las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días que se sitúan en 12.18% y de la tasa IBR a 12 meses que se ubica en 12.31%.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones promedio de 207 pbs, donde sobresale el descenso de 217 pbs de los TES2030 hasta niveles de 12.23%, una de las referencias más sometidas a castigo de mercado por su mayor oferta en circulación. En los TES COP de mayor duración se registraron valorizaciones promedio de 156 pbs. Allí se destaca la reducción de 211 pbs de los TES2033 hasta niveles de 11.94%.

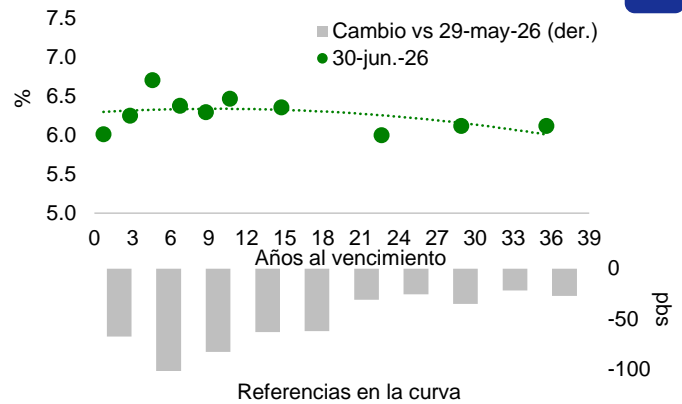
En línea con lo anterior, la curva de rendimientos de los TES UVR también tuvo un desplazamiento a la baja de 68 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones promedio de 97 y 38 pbs, respectivamente, donde se destaca la fuerte valorización de 110 pbs de los TESUVR2029 hasta 6.25%. Estos últimos papeles fueron favorecidos por ser una de las referencias que la DGCP retiró del mercado en el reciente canje de junio.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 6.18%. Si bien esta medida alcanza mínimos desde diciembre de 2025, es importante advertir que está distorsionada por el fuerte rally del mercado, especialmente de los TES COP (Gráfico 14). De forma similar, la medida que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también descendió hasta niveles de 6.2%. 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 3.3 billones en junio, superior a los volúmenes registrados en mayo y a los COP 2.8 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 15). Los TES COP que más se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2030 y TES2035. A su vez, los TES UVR

Evolución mensual de la curva TES UVR

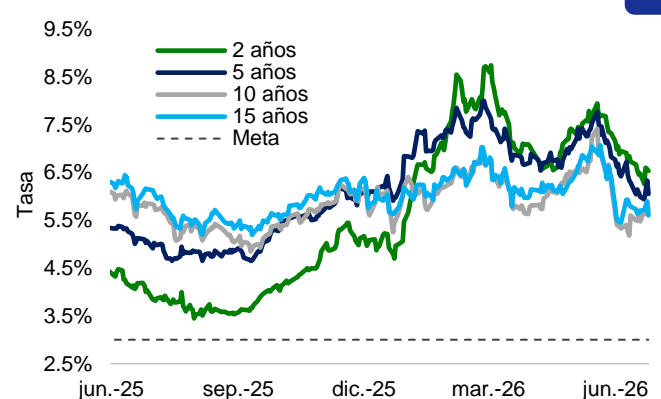
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

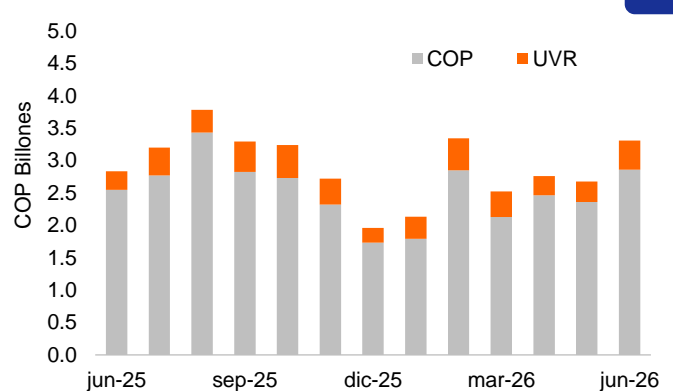
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2031, TESUVR2041 y TESUVR2062.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos para 2026, el monto total colocado se aceleró significativamente hasta COP 43.7 billones con corte al 30 de junio. Lo anterior está asociado a las recientes mega-subastas que tuvieron un apetito muy elevado. Relativo a la meta de COP 61 billones anunciada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP26) por subastas, esta aceleración en el ritmo de colocaciones en el mercado primario implica un cumplimiento del 71.7%, por encima del 44.7% del mismo periodo de 2025 e incluso del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16). En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 32 billones, repartidas en COP 23.5 billones de TES COP y COP 8.5 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron hasta COP 11.7 billones.

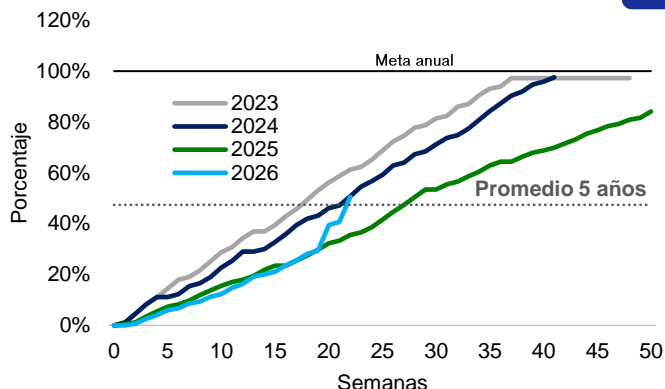
Consistente con lo anterior y con una fuerte demanda de los inversionistas, las tasas de corte en junio de las subastas de TES COP y TES UVR descendieron a sus niveles más bajos desde finales de 2025, ubicándose en promedios de 12.39% y 6.2%, respectivamente. Asimismo, el *bid-to-cover* en las subastas de TES COP alcanzó un ratio promedio histórico de 8.4 veces, pero en algunas sesiones el apetito llegó a ser de 12 veces, mientras que para las de TES UVR el ratio promedio fue de 4.8 veces (Gráfico 17).

En las subastas de TCO, el monto colocado este año asciende a COP 21 billones, lo que representa un 100% del cupo total definido para 2026. Las tasas de corte de los TCO en subastas descendieron hasta un promedio de 13.17%, con un *bid-to-cover* promedio que aumentó hasta 2.5 veces. Por su parte, el ritmo de colocaciones convenidas con entidades públicas se habría desacelerado hasta COP 1 billón en junio, inferior al promedio-mes de COP 3.5 billones de meses previos, algo que también ha liberado presiones en las tasas de mercado.

De esta forma, las colocaciones internas ascienden en 2026 a un acumulado de COP 57.9 billones, es decir, un 67.9% de la meta de COP 85.3 billones definida en el MFMP26 (Gráfico 18). Como explicamos anteriormente, los desembolsos por subasta ascienden a COP 43.7 billones y alcanzan el 71.7% de la meta MFMP26,

Cumplimiento de colocaciones por subastas

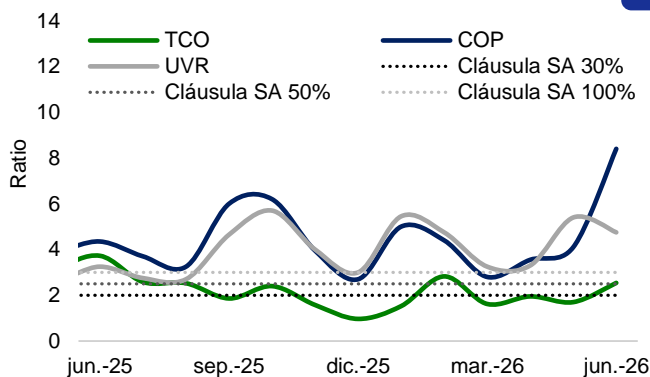
16



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.

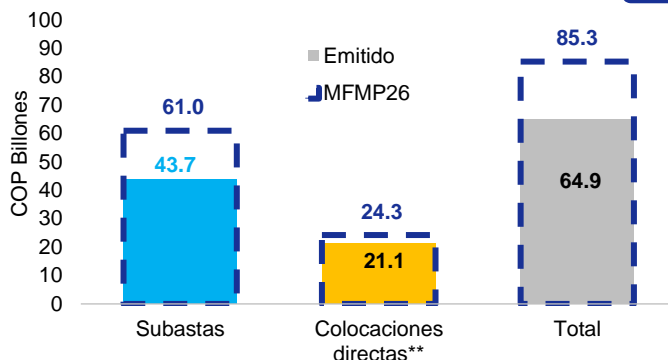
mientras que el acumulado de las colocaciones directas suma COP 21.1 billones, el 87.1% del límite programado. Los datos consolidados a mayo del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,169 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 62.2%, nivel que, si bien se mantuvo relativamente estable frente al 62% del mismo mes de 2025, se sigue moderando frente al máximo histórico de 66.8% alcanzado en febrero de este año. El saldo de la deuda interna bruta se ubica en 46.9% del PIB, superior al 42.2% del mismo mes del año anterior y anotando su nivel más alto en la historia. La principal fuente de financiamiento interno del GNC este año siguen siendo los TES de largo plazo, en contraste con la dinámica del financiamiento de corto plazo que se ha reducido (Gráfico 19).

Por su parte, el saldo de la deuda externa bruta se redujo hasta 15.3% del PIB, significativamente inferior al 19.9% de mayo de 2025. Lo anterior continúa explicado a la fuerte apreciación del COP este año, aunque también a las OMD externas de principios de año que explicamos anteriormente y a la cancelación del *Total Return Swap* (TRS) con la banca privada externa. Los niveles actuales de la deuda externa como porcentaje del PIB son también mínimos que no se observaban desde septiembre de 2018.

De esta forma, la participación de la deuda pública externa sobre la deuda total se ha reducido hasta mínimos históricos de 24.6%, en contraste con el peso de la deuda interna que aumentó hasta 75.4%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB que, para el mes de junio, habría alcanzado niveles de 62.6%. Descontando los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, la deuda neta se estaría ubicando en niveles del orden de 58.1% del PIB.

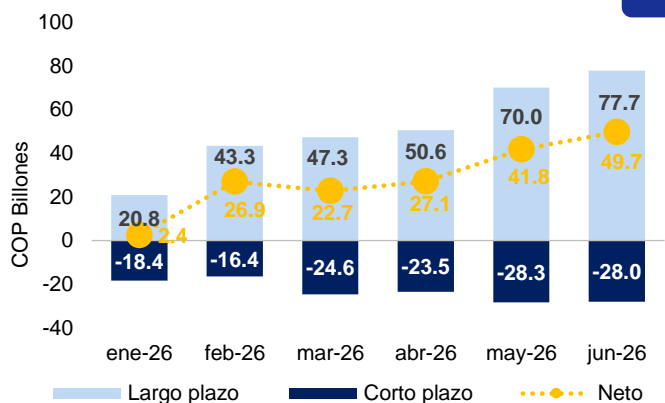
Las cifras de tenedores de TES de mayo, publicadas por el MHCP, mostraron un mayor apetito por TES de los inversionistas institucionales. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, realizaron compras históricas de COP 7.5 billones para un solo mes y su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna subió hasta 30.4%. Los bancos comerciales compraron COP 5.7 billones, llevando su participación sobre el saldo total de TES hasta 15.5%. Asimismo, las compañías de seguros y

Emissiones 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.

capitalización fueron compradoras netas por COP 1.6 billones, con lo cual su participación se ubicó en 12.2%. En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras netas por COP 800 mil millones. El saldo del portafolio de TES de la Nación se ubica en COP 2.9 billones, niveles mínimos desde mayo de 2025. Por su parte, BanRep entregó recursos permanentes a la economía a través de compras definitivas de TES por COP 1.3 billones.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron ventas por COP 4.7 billones en mayo (Gráfico 20), con lo cual su participación sobre el saldo total de TES disminuyó hasta 19.6%, si bien se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Al excluir los COP 10.6 billones (USD 2,800 millones) del pago anticipado del TRS en mayo (distorsión contable), que corresponde principalmente a la devolución de TCO, los FCE habrían sido compradores netos por COP 5.9 billones.

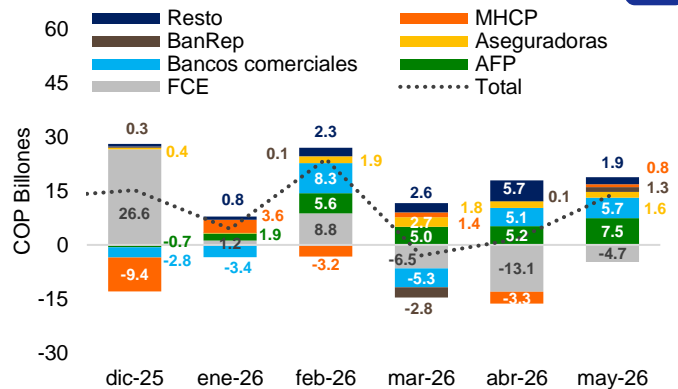
En lo corrido de año, los FCE acumulan ventas por COP 14.2 billones, pero al aislar el efecto de la cancelación del TRS estos agentes han realizado compras netas por cerca de COP 18.5 billones, superior a las compras de COP 6.7 billones del mismo periodo de 2025. De acuerdo con cifras de la Contraloría General de la República, este comportamiento de los FCE se explica en su totalidad por compras de PIMCO, entidad que en lo corrido de año ha adquirido cerca de COP 18 billones.

De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en junio los FCE habrían sido compradores netos por COP 6.8 billones. Este comportamiento está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, las cuales dan cuenta de entradas preliminares por USD 470 millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez del sistema aumentaron en el último mes, afectadas por el mayor ritmo de emisiones de TES. La demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 24.7 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 17.1 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 14.4 billones, con una utilización que bordeó el 47%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 12.8% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados disminuyó hasta COP 6.6 billones.

Cambio mensual en tenencias de TES

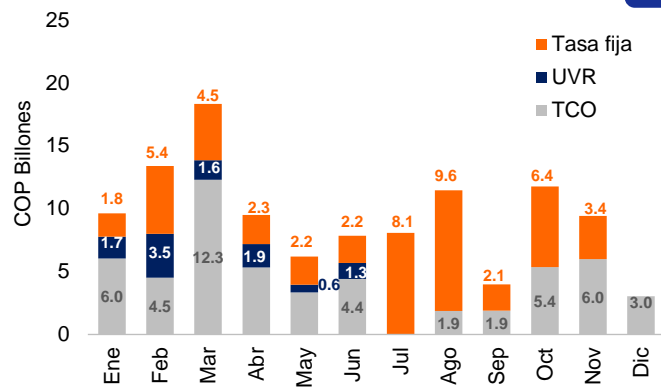
20



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de cupones y vencimientos TES en 2026

21



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Para julio se estima una entrada importante de recursos al sistema por COP 8.1 billones (Gráfico 21), algo que en principio favorecerá la liquidez del mercado y ayudará a suavizar presiones alcistas sobre las tasas de los TES. Estos recursos se descomponen en pagos de cupones de los TES2036 (COP 2.6 billones) y los TES2046 (COP 5.4 billones).

Aspectos técnicos

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

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó levemente desde niveles de 8.46% hasta 8.34%, pero permanece por encima de la tasa promedio muestral de 2.74%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 135 pbs a la media muestral. Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles sugieren que la tasa REP de los 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 8.67%, y se mantienen por encima de la media muestral de 3.7%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 2.93 p.p., también por encima del nivel promedio de muestra de 1.6 p.p.

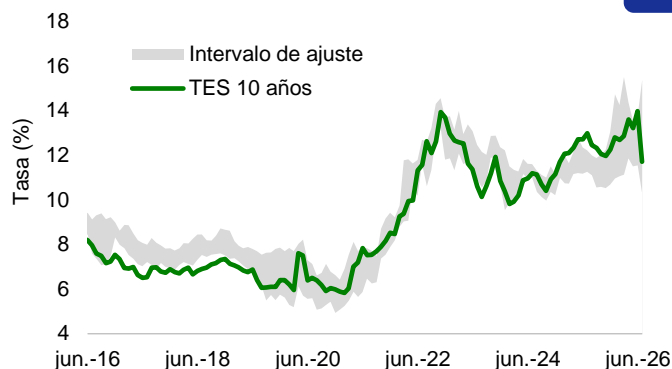
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2028 TES2040, con un espacio de valorización de hasta 43 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 TESUVR2033 y TESUVR2041, con un espacio de valorización de 15 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media señala que el mayor atractivo se

Niveles justos de los TES de largo plazo

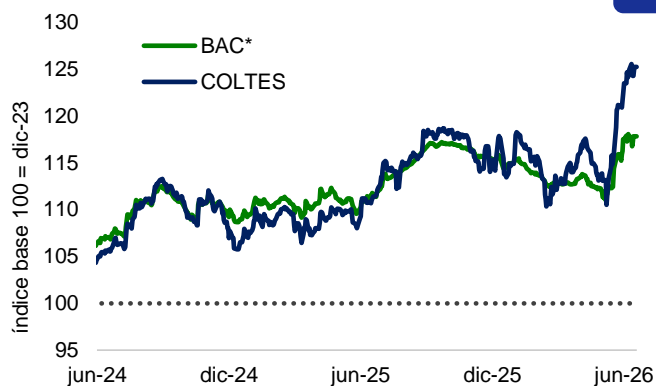
22



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.

concentra en el tramo corto y largo. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2033, TESUSD2053 y TESUSD2054 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 24 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 12.3% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 11.7%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 60 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario en el corto plazo es media-alta, dado el fuerte movimiento a la baja que ha tenido la curva TES COP.

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 4.9% en junio. Este retorno presentó un peor desempeño frente al 8.2% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC ascendió desde 2.76% en mayo hasta 4.9% en junio (Gráfico 23).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo largo de la curva. Allí se destacan los TES2035 (15%), TES2050 (10%) y TES2058 (35%), pero también se evidencia una exposición relevante en el tramo corto, particularmente en los TES2027 (35%).

Expectativas de corto plazo

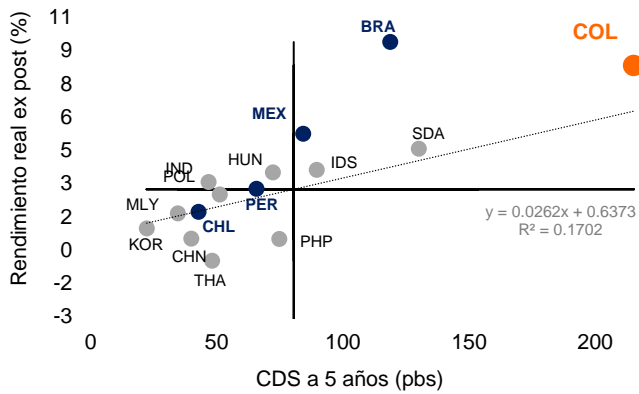
Como advertimos en un informe reciente, en la medida que la Fed aumente sus tasas de referencia y reduzca gradualmente sus tenencias de activos, las condiciones financieras de los mercados podrían deteriorarse, generando presiones adicionales al alza sobre las tasas de interés de los Tesoros y de la renta fija global (ver “Los cambios incomodan, pero son necesarios” en [CE – Junio 19 de 2026](#)). A lo anterior se suma un entorno de mayores necesidades de financiamiento público y persistencia de déficits fiscales elevados en EEUU. **Estimamos que los rendimientos de los Tesoros a 10 años aumentarán hacia 4.6% - 4.7% en julio** y anticipamos niveles de 5% antes de finalizar el año.

En el frente local, consideramos que el espacio para valorizaciones adicionales de los TES es prácticamente nulo, dado el fuerte *rally* del último mes y medio. Si bien las fuertes colocaciones de junio reducen la presión de oferta para lo que resta del año, teniendo en cuenta el alto cumplimiento frente a las metas del Gobierno, en ausencia de más OMD que generen ahorros para la actual vigencia, la presión fiscal (gasto público elevado y mayores intereses de la deuda) mantendrá altas las necesidades de financiamiento.

En este sentido, no descartamos que las emisiones vía subastas puedan superar la meta de COP 61 billones del MFMP26 para este año, aprovechando el fuerte apetito de los inversionistas y unas tasas razonablemente bajas para la Nación. Dado el reinicio del ciclo contractivo de BanRep, consideramos poco probable que se recurra y que a mayores colocaciones de TCO dado el mayor costo para la Nación que esto implicaría. Más canjes de TCO por TES de largo plazo lucen como la mejor opción para reducir el riesgo de refinanciamiento.

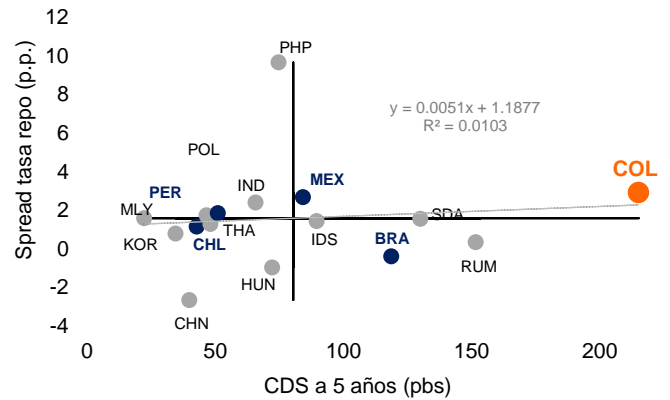
Dado el actual ciclo nominal de la economía (inflación y tasas de política más altas), esperamos que la curva de TES se mantenga invertida por lo que resta de 2026. Aunque esto favorece la demanda por TES de mayor duración, es factible que su margen de ganancia sea acotado por la perspectiva de unos Tesoros a 10 años rozando el 5% en los próximos meses. De esta forma, **anticipamos niveles objetivo para julio de 12.8% en los TES2027 y 12% en los TES2036.**

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



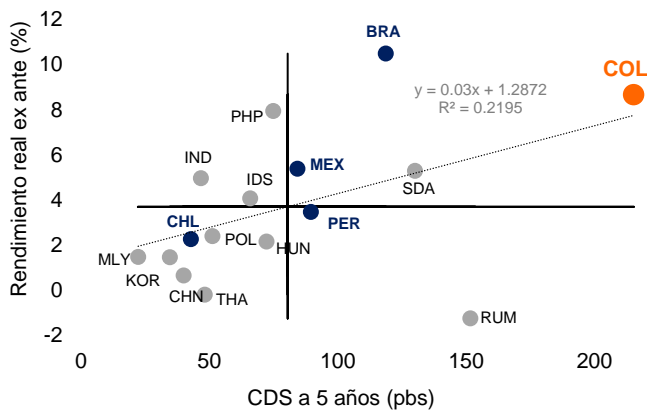
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



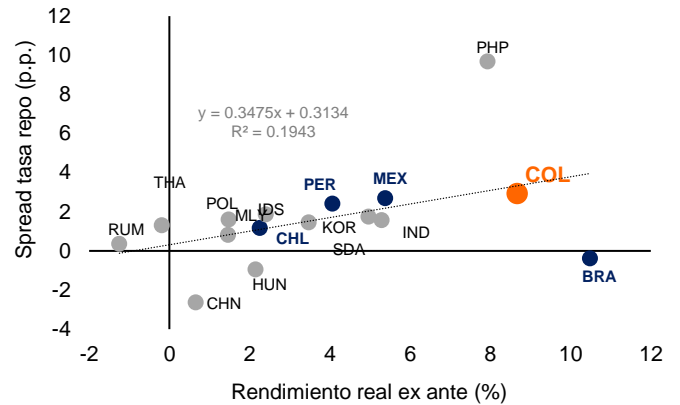
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



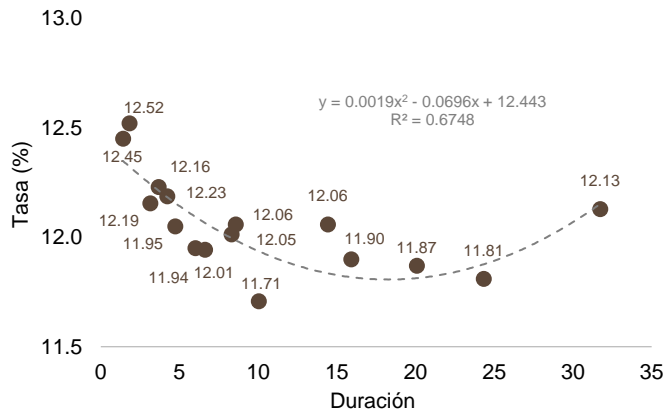
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



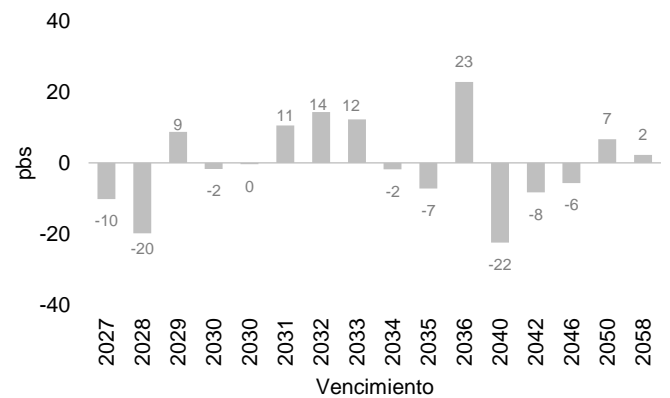
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



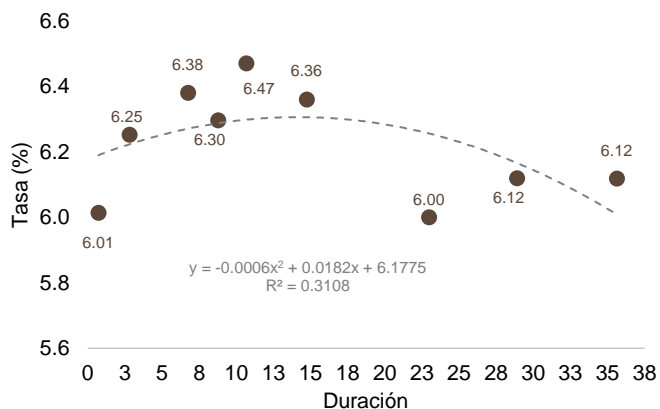
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



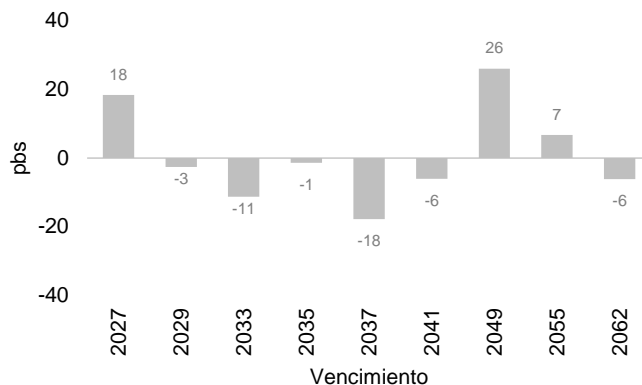
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



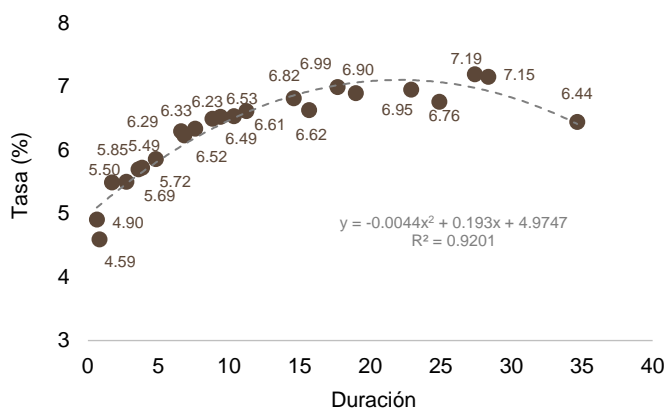
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



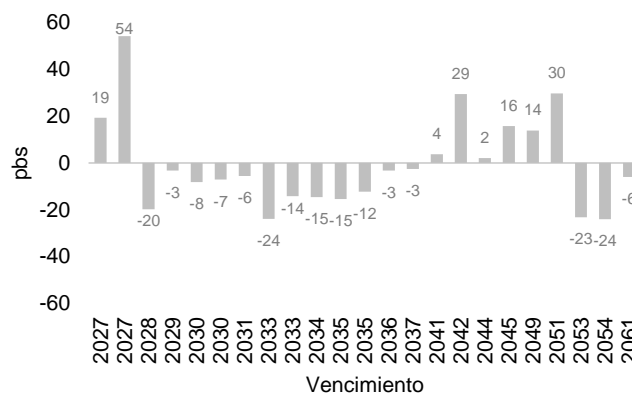
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	0.1	9.50	211	-24	30	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.2	12.45	-157	103	288	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.6	12.52	-158	2	229	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.3	12.16	-215	-77	112	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.7	12.23	-217			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.1	12.19	-199	-86	84	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.6	12.16	-210	-9	23	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.6	12.05	-200	-96	25	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.4	11.95	-210	-97	-15	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.1	11.94	-211	-96	-31	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.2	12.01	-182	-89	-20	
TFIT11240135	ene-35	11.75	5.0	12.06	-180	-104		
TFIT16090736	jul-36	6.25	5.9	11.71	-149	-94	-55	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	12.06	-140	-94	-71	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.3	11.90	-131	-90	-75	
TFIT23250746	jul-46	11.50	6.8	11.87	-144	-120	-97	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.9	11.81	-99	-103	-62	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.8	12.13	-117	-92		

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	0.7	6.01	-68	6	48	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.6	6.25	-110	5	-3	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.7	6.71	-83	16		
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.7	6.38	-63	-7	-5	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.8	6.30	-62	-15	-10	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.1	6.47	-31	-15	-3	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.7	6.36	-26	-13	-18	
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.5	6.00	-35	-33	-27	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.7	6.12	-22	-43	-7	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.9	6.12	-27	-58		







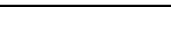
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

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	0.6	4.90	-15	9		
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.8	4.59	4	12	-37	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.5	5.49	83	-8		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.3	5.36	-21			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.4	5.50	-13	37	-53	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.2	5.69	-29	-4	-74	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.3	5.72	-41	-11	-77	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.8	6.20	-48			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.2	5.85	-32	-21	-102	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.0	5.98	-37	-29	-116	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.8	6.29	-27	-8	-104	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.2	6.23	-53	-42	-115	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.6	6.33	-49	-44	-121	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.2	6.49	-50	-47	-140	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.4	6.52	-46	-51	-137	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.8	6.53	-57	-61	-150	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.2	6.61	-49	-52	-132	
COLGLB41	ene-41	6.13	9.0	6.82	-47	-56	-141	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.3	6.62	-58	-81	-153	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.2	6.99	-51	-56	-142	
COLGLB45	jun-45	5.00	11.1	6.90	-54	-80	-145	
COLGLB49	may-49	5.20	11.9	6.95	-52	-67	-146	
COLGLB51	may-51	4.13	13.1	6.76	-45	-73	-136	
COLGLB53	nov-53	8.75	11.0	7.19	-47	-65	-162	
COLGLB54	oct-54	8.38	11.2	7.15	-54	-68	-167	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.8	6.44	-46	-75	-137	

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	496	
COLGLA28	sep-28	3.75	2.0	3.99	-28	-3		
COLGLA30	nov-30	4.50	3.8	5.69	-29	-4	-74	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.0	5.11	-53	-62		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.4	5.47	-57	-72		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.1	5.70	-60	-77		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.2	5.88	-66	-100		

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.