



Deuda pública
Mercado de TES

Concentrados y expuestos

Julio 27 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 globales de deuda pública alcanzaron máximos no vistos de principios de 2025, afectadas por el nuevo repunte de los precios del petróleo. En EEUU, los rendimientos de los Tesoros a 10 años siguen acercándose a niveles críticos de 5%. La demanda de bonos soberanos de mercados emergentes continúa fuerte y siguen ofreciendo un atractivo interesante en términos de riesgo-rentabilidad, gracias a sus buenos fundamentos y altos diferenciales de tasas de interés. LATAM se sigue destacando como un destino atractivo para las inversiones en títulos de deuda.

En este entorno, la curva de rendimientos TES COP registró fuertes desvalorizaciones en julio, concentradas principalmente en títulos del tramo medio de la curva. Buena parte de este comportamiento obedece a una toma de utilidades de los inversionistas tras la euforia observada en junio, pero también a un balance del mercado que muestra presiones de oferta importantes. La probabilidad de modificaciones-aumentos en el cupo de emisiones de TES para 2026 sigue siendo alta, teniendo en cuenta la persistente presión fiscal.

El ritmo de colocaciones en subastas continuó elevado, en medio de un buen apetito de los inversionistas. Crédito Público continúa dando prelación a colocaciones por subastas competitivas y no competitivas, mientras que las colocaciones convenidas con entidades públicas se han moderado. La Nación no realizó en julio canjes explícitos de deuda interna y tampoco ejecutó recompras de deuda interna-externa.

La posición de liquidez en COP del Gobierno se mantiene por encima de lo observado en 2025 y retornó a sus puntos medios de referencia histórica, favorecida por las mega-subastas de meses previos y un buen comportamiento del recaudo este año. Los volúmenes de negociación en el mercado disminuyeron levemente y la demanda de inversionistas extranjeros por TES se ha venido diversificando, si bien en el acumulado del año persiste la concentración en un solo agente.

Nuestras estimaciones sugieren una razón deuda bruta a PIB del orden de 62.4% en julio. Descontando los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, la deuda neta estaría bordeando niveles de 58.3% del PIB, por debajo de la meta de 58.9% del MFMP26. La participación de la deuda externa continúa anotando mínimos históricos gracias a la apreciación del tipo de cambio.

Contexto internacional

Los títulos de deuda pública a nivel mundial mostraron fuertes desvalorizaciones en julio, en medio de unas renovadas tensiones geopolíticas en Medio Oriente (MO) que impulsaron los precios del petróleo hacia 90 dólares por barril (dpb) y por esta vía las tasas de interés del mercado de bonos. Los temores de un rebrote inflacionario siguen siendo elevados, lo que en consecuencia hace más probable unas posturas más restrictivas de los principales faros monetarios mundiales en el futuro cercano (ver “Se acabó la fiesta” en [IMCE – Julio de 2025](#)).

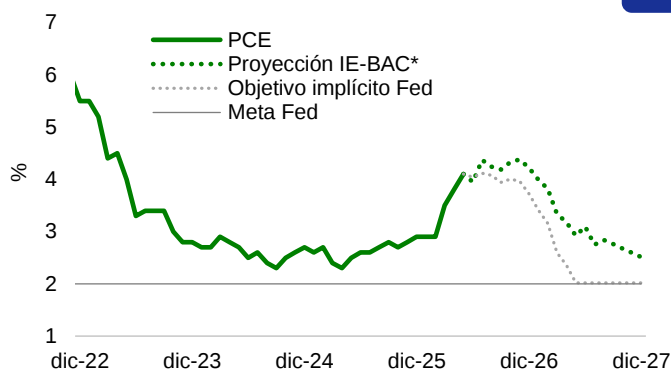
En EEUU, las expectativas de inflación aumentaron hacia niveles de 2.3%. Aunque no lo han hecho de una manera tan pronunciada como se observó en marzo, cuando alcanzaron niveles cercanos al 3%, el mercado ha asimilado que la duración de este choque de precios del petróleo será mayor a la prevista y que la inflación persistirá por encima de la meta de 2% de la Fed por un tiempo considerable, muy seguramente por lo que queda de este y también 2027. Según nuestras nuevas estimaciones, la inflación del deflactor implícito del Gasto Personal de los Consumidores (PCE, por sus siglas en inglés) se mantendrá entre 3.5% - 4% para lo que resta de 2026 y sólo hacia mitad del próximo año comenzaría a descender, en parte favorecida por una elevada base de comparación (Gráfico 1).

En este entorno, el mercado monetario en EEUU sigue descontando un endurecimiento en la postura de la Fed para los próximos meses. En efecto, las expectativas de tasas de interés implícitas en la curva OIS, así como las que se derivan de los futuros de fondos federales, anticipan al menos dos incrementos de 25 pbs en las tasas para los próximos 12 meses.

En Europa, las expectativas implícitas de tasas de política en los mercados también siguen apuntando a incrementos adicionales para lo que resta de año (Gráfico 2). En Asia, particularmente en el caso del Banco de Japón (BoJ), las expectativas de aumentos en los tipos de interés de política se han moderado tras el reciente incremento de 25 pbs de tasas del BoJ en junio. No obstante, aunque el objetivo del BoJ es reducir sus compras de bonos soberanos, los importes de estas intervenciones siguen siendo significativos y amplían la

Trayectorias probables del PCE para 2026-2027

1

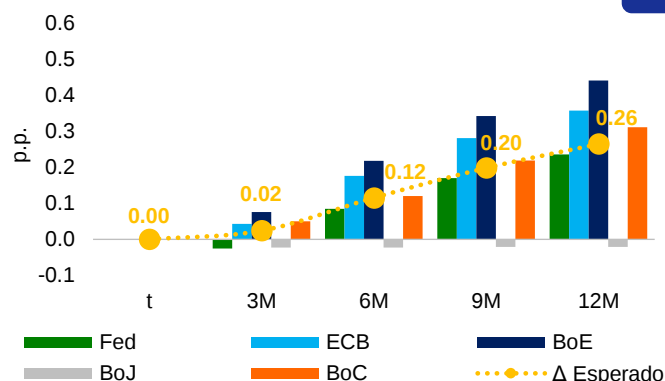


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Se asume un choque del WTI marcando un promedio de 90 dpb en 2026.

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.

base monetaria, situación que constituye una contradicción de política que mantiene bajo mucha presión al yen japonés (JPY) y por esta vía a la inflación.

Bajo este contexto, los rendimientos de la referencia internacional de la renta fija, los Tesoros americanos a 10 años en EEUU, aumentaron en julio y alcanzaron niveles de 4.7%, máximos no vistos desde enero de 2025. Los rendimientos de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados mostraron la misma tendencia durante el último mes y en mayor magnitud frente a los Tesoros.

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 descendió en julio y permanece por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 3). La pendiente en las curvas de deuda pública de mercados desarrollados se mantuvo relativamente estable en el último mes. La única excepción sigue siendo Japón, donde la pendiente muestra una tendencia alcista afectada por las recientes decisiones del BoJ (Gráfico 4).

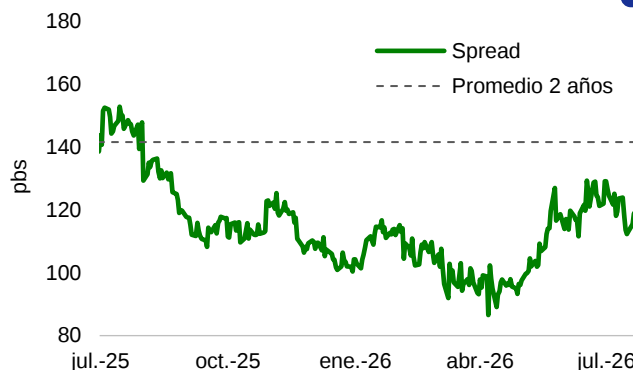
En LATAM, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los mercados monetarios, se espera en el balance que los bancos centrales mantengan estables las tasas de política monetaria para lo que resta de este año. Los contrastes en la región siguen siendo Brasil y Colombia, donde en el primer caso se descuentan recortes de hasta 50 pbs en la tasa de política antes de finalizar el año, mientras que en Colombia se anticipan aumentos del orden de 50 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 5 pbs. No obstante, dicho promedio estuvo afectado por las fuertes caídas en las tasas de interés de los bonos soberanos de Colombia (Gráfico 5). En efecto, al excluir el movimiento de la deuda pública de Colombia, el promedio regional se desvalorizó 5 pbs.

Las primas de riesgo-país en LA5 mostraron relativa estabilidad, excepto en el caso de Colombia donde la percepción de riesgo-país mejoró sustancialmente tras los resultados de las elecciones presidenciales (Gráfico 6). En efecto, los CDS a 5 años de Colombia cayeron

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

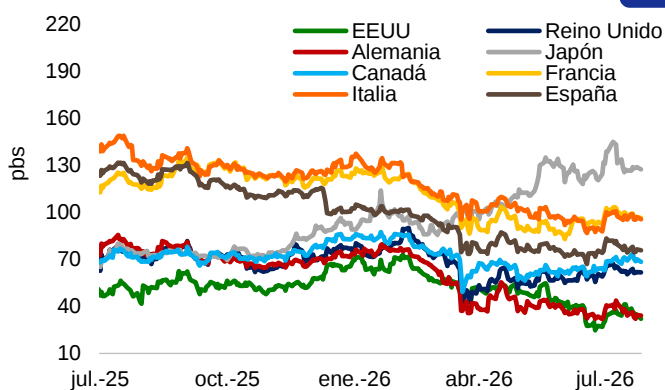
3



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

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

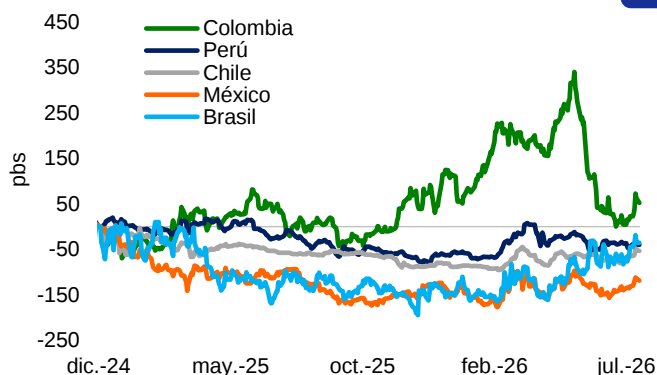
4



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.

hasta niveles de 140 pbs, mínimos no vistos desde septiembre de 2021.

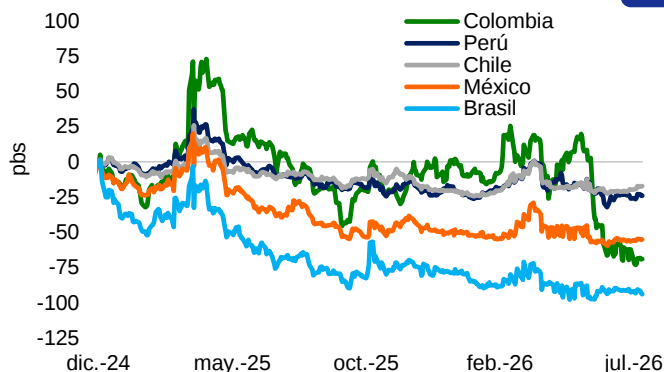
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, registraron fuerzas contrapuestas entre la demanda de títulos de deuda y de participaciones de capital. Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), la preferencia de los inversionistas por activos de renta fija se mantuvo fuerte y las compras netas ascendieron a USD 32,000 millones, algo que fue compensado casi en su totalidad por ventas en títulos de renta variable.

Por regiones, Asia (sin China) y África y MO, se destacaron como las principales cuencas de atracción de estos flujos, con compras de bonos por USD 17,200 millones y USD 5,300 millones, respectivamente. LATAM también presentó un sólido apetito títulos de deuda, con entradas netas por USD 5,100 millones que siguen motivadas por atractivos diferenciales de tasas de interés, mejoras en sus términos de intercambio y la fortaleza de sus monedas relativa al USD (Gráfico 7). Por su parte, Europa EM registró entradas netas por USD 4,400 millones.

En el acumulado del año, y pese a las fuertes tensiones geopolíticas globales, la demanda extranjera por bonos EM asciende a USD 198,500 millones, superior a las compras netas de USD 141,300 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 (41.2%), seguida de LATAM (22.4%), África y MO (20.1%) y Europa EM (16.3%).

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

6

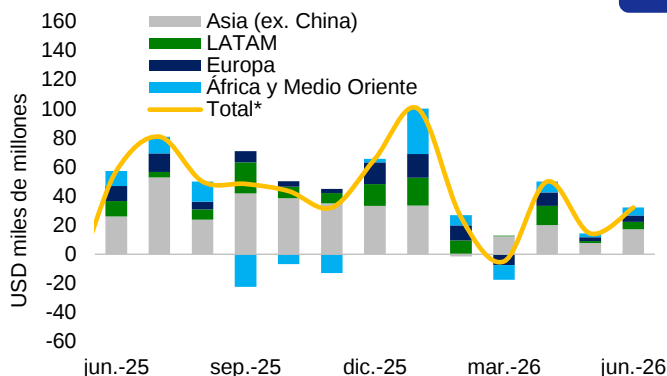


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*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 el contexto internacional, y también resultado de una evidente toma de utilidades de los inversionistas, la curva de rendimientos de los TES registró un fuerte desplazamiento al alza en julio. Los fundamentos del mercado siguen siendo altamente retadores, con un déficit primario que sigue abultado y presionando las necesidades de financiamiento de la Nación. En este contexto, más allá del fuerte apetito de inversionistas extranjeros por TES en meses recientes, las preferencias de los inversionistas locales se siguen inclinando por títulos indexados de deuda privada en contra de los TES (Gráfico 8).

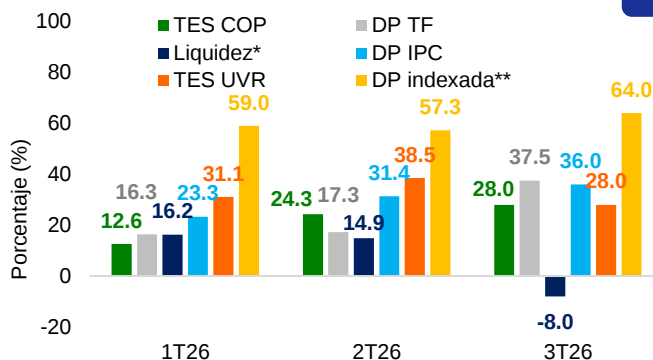
La Dirección General de Crédito Público (DGCP) sigue privilegiando las colocaciones en subastas competitivas y no competitivas, en medio de una moderación en las emisiones convenidas con entidades públicas. En julio, la DGCP no ejecutó mega-subastas ni tampoco realizó Operaciones de Manejo de Deuda (OMD) interna. A la fecha, estas OMD en 2026 han permitido disminuir el saldo de la deuda interna 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](#)), pero que en cualquier caso alivian parte de la presión fiscal actual al reducir el pago de intereses de la vigencia en curso.

La posición de la caja en COP del Gobierno se mantiene en niveles superiores relativo a lo observado durante el mismo periodo de 2025, favorecida por las mega-subastas de junio y un buen comportamiento del recaudo este año. Con corte a la semana del 17 de julio, el saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep se ubicó en COP 20.9 billones, muy por encima de los COP 12.4 billones del año anterior y en línea a sus puntos de referencia históricos en 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 julio. 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.

Preferencias de inversión por factores monetarios

8



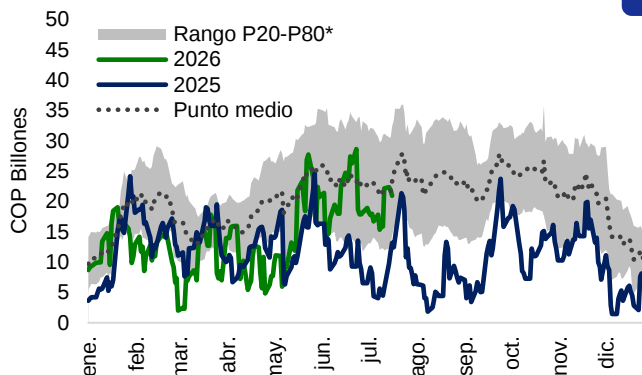
Fuente: Fedesarrollo. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Efectivo, depósitos a la vista y CDTs inferiores a 90 días.

**Preferencias reveladas por deuda privada indexada a IPC e IBR.

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.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de rendimientos TES COP se desplazó al alza, en promedio, 22 pbs en julio frente a la fecha de corte de nuestro último informe (Gráfico 10). Las mayores desvalorizaciones se concentraron en los TES del tramo medio de la curva, donde la oferta de papel ha sido la que más ha aumentado este año. La prima a término en la curva de TES COP sigue siendo negativa (curva invertida), aunque en julio dicho patrón se moderó (Gráfico 11).

El tramo corto de la curva se mantuvo relativamente estable en julio. Allí sobresalen los rendimientos de los TES2027, títulos que han sido sujetos a canjes y cuya duración a partir de noviembre será inferior a 1 año, pero que también han salido favorecidos por TES de baja duración. En este sentido, los rendimientos de este papel disminuyeron 19 pbs hasta niveles cercanos a 12.26%, coherente con el movimiento de las tasas de interés de los TCO, de las tasas de los TES cero cupón a 1 año y de otras tasas de corto plazo del mercado monetario (Gráfico 12).

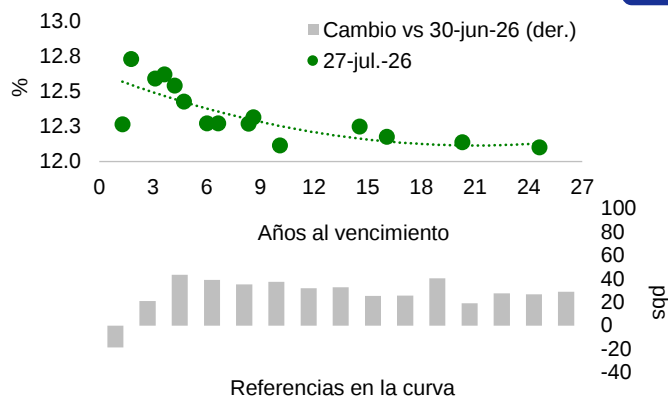
En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron desvalorizaciones promedio de 39 pbs, donde sobresale el aumento de 44 pbs de los TES2029 hasta niveles de 12.59%. En los TES COP de mayor duración se registraron desvalorizaciones promedio de 27 pbs. Allí se destaca el incremento de 40 pbs de los TES2036 hasta niveles de 12.11%.

En contraste con lo anterior e influenciada por unos riesgos significativos de más inflación en el corto plazo, la curva de rendimientos de los TES UVR tuvo un desplazamiento a la baja de 27 pbs en promedio durante el último mes (Gráfico 13). Los rendimientos del tramo corto mostraron reducciones promedio de 46 pbs, donde se destaca la fuerte valorización de los TESUVR2027 hasta 5.56%, algo que habíamos advertido en informes recientes (ver “Euforia invertida” en [IMDP – Junio de 2026](#)). Los rendimientos del tramo medio y largo mostraron reducciones de 27 pbs y 9 pbs, respectivamente.

En este entorno, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES disminuyó hasta 6.14%, corrigiendo en parte las distorsiones generadas por el fuerte rally de junio (Gráfico 14). Sin embargo, en jornadas recientes se observó un repunte que es consistente con los fundamentos macroeconómicos y la

Evolución mensual de la curva TES COP

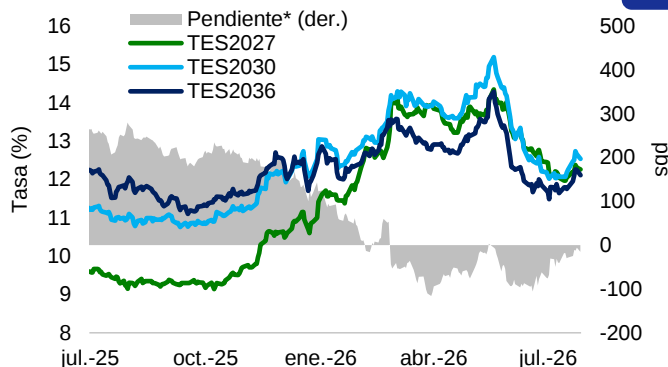
10



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

11

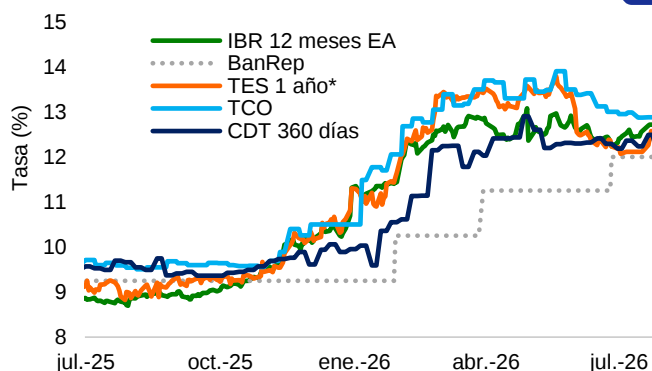


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*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.

mayor demanda por TES UVR. De forma similar, la medida de inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también descendió hasta niveles de 6%. Ambas medidas de valoración relativa sugieren unas expectativas de inflación en el mercado de TES muy por encima de la meta de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 2.7 billones en julio, inferior a los volúmenes registrados en junio y a los COP 3.2 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 más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2031 y TESUVR2062.

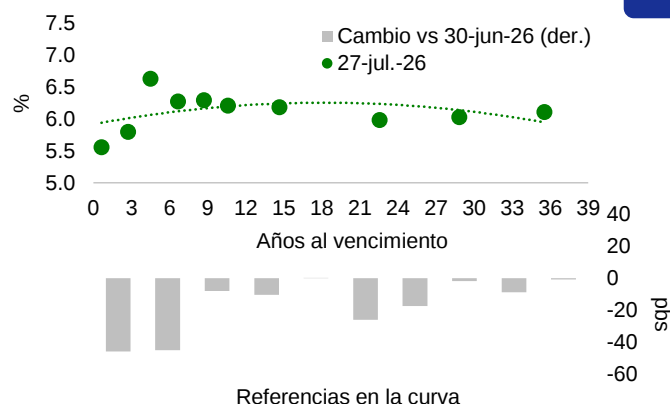
De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos para 2026, el ritmo de colocaciones continuó acelerado en julio e influyó en el reciente comportamiento de la curva TES COP (presión de oferta). Frente a la meta de COP 61 billones anunciada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP26) por subastas, el monto ejecutado a la fecha por COP 56.2 billones implica un cumplimiento del 92.2%, muy por encima del 53.4% del mismo periodo de 2025 e incluso del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 16). Como señalamos en nuestro último informe (ver “Euforia invertida” en [IMDP – Junio de 2026](#)), no descartamos que las emisiones vía subastas puedan superar la meta para este año, aprovechando el apetito de los inversionistas para mejorar la posición de caja al cierre de 2026 y/o reducir necesidades de financiamiento en 2027.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones alcanzan los COP 38.6 billones, repartidas en COP 28.5 billones de TES COP y COP 10.1 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron hasta COP 17.6 billones. A pesar de la mayor oferta de papel, las tasas de corte en julio de las subastas de TES COP y TES UVR continuaron descendiendo, alcanzando sus niveles más bajos desde finales de 2025 en promedios de 12.12% y 6.19%, respectivamente. El *bid-to-cover* en las subastas de TES COP se redujo tras la euforia de junio y su ratio promedio fue de 4.4 veces en julio, mientras que para las de TES UVR el ratio promedio fue de 4.3 veces (Gráfico 17).

En las subastas de TCO, el monto colocado al corte de julio alcanzó el 100% del cupo definido este año de COP

Evolución mensual de la curva TES UVR

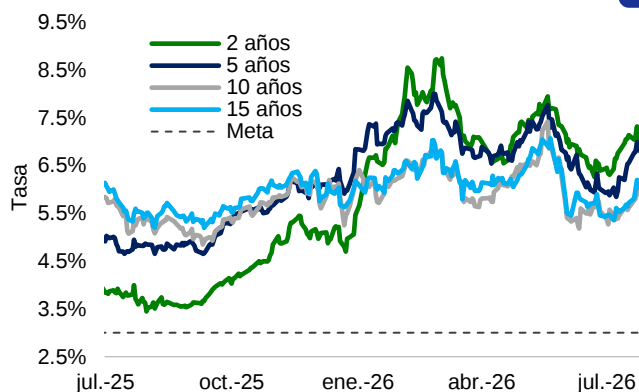
13



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

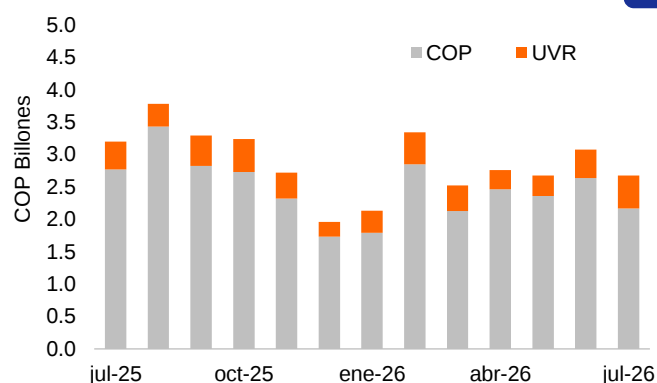
14



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Volumen de negociación promedio-día en SEN

15



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

21.7 billones. Las tasas de corte de los TCO en subastas descendieron hasta un promedio de 12.92%, con un *bid-to-cover* promedio que aumentó hasta 3.2 veces. La menor cantidad de TCO en circulación en los próximos meses ha liberado presiones alcistas sobre sus tasas de interés, aunque creemos que es muy probable que el cupo de emisiones asignado para este año también sea modificado. Por su parte, el ritmo de colocaciones convenidas con entidades públicas se desaceleró en 2T26 hasta COP 4.2 billones, por debajo de los COP 16.3 billones de 1T26.

De esta forma, las colocaciones internas totales ascienden en 2026 a un acumulado de COP 76.7 billones, es decir, un 90% de la meta de COP 85.3 billones definida en el MFMP26 (Gráfico 18). Si bien esto implica una menor presión de oferta en los próximos meses, insistimos que la probabilidad de que se modifiquen los toques de emisiones por subastas y de TCO es elevada.

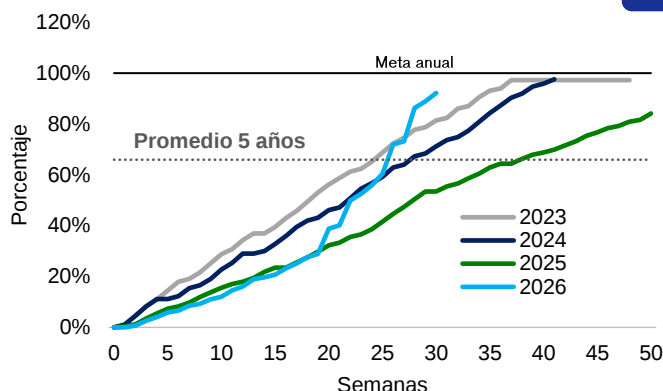
Los datos consolidados a junio del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), mostraron un saldo que alcanzó los COP 1,167 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda pública total se situó en 62.4%, superior frente al 61.1% del mismo mes de 2025. El saldo de la deuda interna bruta se ubica en 48.1% del PIB, superior al 41.9% del mismo mes del año anterior y continuó 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 14.3% del PIB, significativamente inferior al 19.2% de junio 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 mínimos que no se observaban en 10 años.

De esta forma, la participación de la deuda pública externa sobre la deuda total se ha reducido hasta mínimos históricos de 22.9%, en contraste con el peso de la deuda interna que aumentó hasta 77.1%. Nuestras estimaciones sugieren una razón de la deuda bruta a PIB

Cumplimiento de colocaciones por subastas

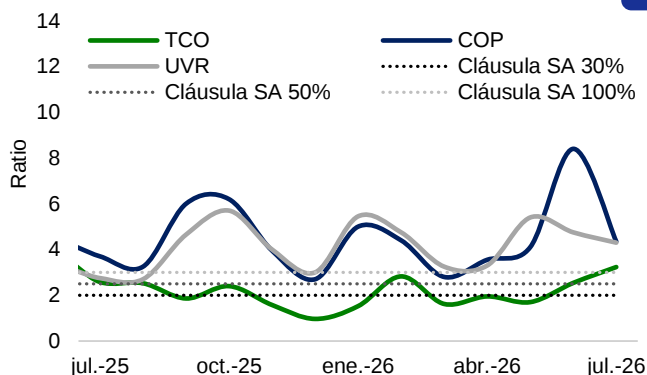
16



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.

que, para el mes de julio, habría alcanzado niveles de 62.4%. Descontando los activos líquidos y constitutivos para operaciones de Tesorería, la deuda neta se estaría ubicando en niveles del orden de 58.3% del PIB, levemente inferior a la meta de 58.9% del MFMP26.

Las cifras de tenedores de TES de junio, publicadas por el MHCP, mostraron un fuerte apetito por TES de los inversionistas institucionales. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los principales tenedores de TES del mercado, continuaron realizando compras masivas y en junio aumentaron posiciones por COP 6 billones (Gráfico 20), llevando su participación sobre el saldo total de la deuda pública interna hasta 30.4%. Los bancos comerciales compraron COP 3.6 billones, llevando su participación sobre el saldo total de TES hasta 15.6%. Asimismo, las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.9 billones, con lo cual su participación se ubicó en 12.1%.

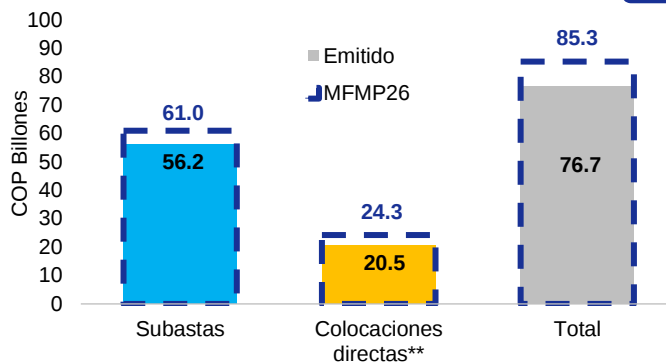
En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó ventas netas por COP 1 billón, con lo cual el saldo del portafolio de TES de la Nación se redujo a COP 1.9 billones, niveles mínimos desde mayo de 2025. Por su parte, BanRep entregó recursos permanentes a la economía a través de compras definitivas de TES por COP 1.4 billones, en un contexto de mayores necesidades de liquidez en el sistema.

Los Fondos de Capital Extranjero (FCE) realizaron compras por COP 4.6 billones en junio, revelando nuevamente un fuerte apetito por TES y en línea con la apuesta de confianza del inversionista extranjero en los activos locales, algo que también ha sido consistente con el comportamiento de la tasa de cambio (ver “Ya vamos llegando” en [IMC – Junio de 2026](#)). Como resultado, su participación sobre el saldo total de TES aumentó hasta 19.8%, manteniéndose como los segundos mayores tenedores de TES. De acuerdo con cifras de la Contraloría General de la República, estas compras estuvieron impulsadas principalmente por fondos mutuos (excluyendo a PIMCO) y autoridades monetarias, lo que reduce riesgos de concentración en un solo inversionista externo.

En lo corrido de año, los FCE acumulan ventas por COP 9.6 billones, en su totalidad afectadas por el efecto contable del cierre anticipado del TRS. Aislado este efecto, según nuestros cálculos, los FCE han realizado

Emisiones y cupos de TES programados en 2026

18

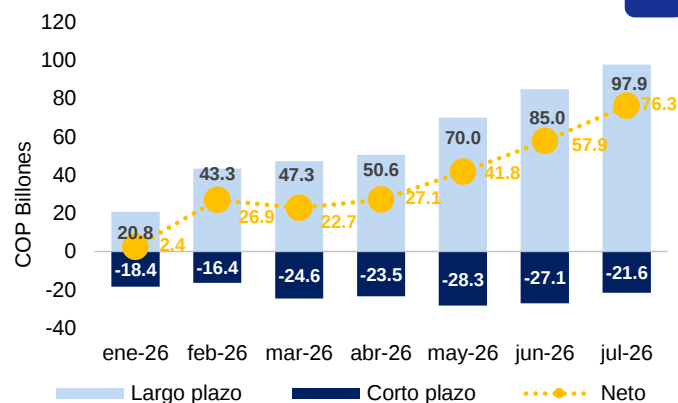


Fuente: DGCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Suma colocaciones directas con entidades públicas e inversionistas privados.

Financiamiento interno acumulado durante 2026

19



Fuente: MHCP. Estimaciones de Investigaciones Económicas - BAC.

compras netas por cerca de COP 23.1 billones, muy por encima de las compras de COP 7.4 billones del mismo periodo de 2025. De esos flujos totales de entrada este año, PIMCO acumula compras por COP 17.2 billones.

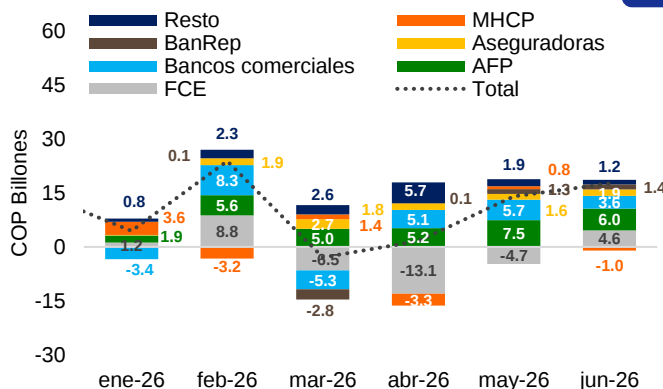
De acuerdo con estimaciones de agentes del mercado, en julio la demanda de los FCE se habría frenado, registrando ventas netas por COP 434 mil millones que también son consistentes con una toma de utilidades. Este comportamiento también está en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria, las cuales dan cuenta de salidas preliminares por USD 40 mil millones en el mismo mes.

Las necesidades de liquidez del sistema se mantuvieron elevadas en julio, afectadas por el fuerte ritmo de colocaciones de TES, el pago de la segunda cuota de impuesto de renta de personas jurídicas y una menor entrada de recursos al sistema por concepto de pago de cupones y vencimientos. De esta forma, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en un promedio-día de COP 28.2 billones, por encima de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 17.4 billones). El cupo de repos de expansión a un día se ubicó en COP 18.7 billones, con una utilización que alcanzó el 61%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 19% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados aumentó hasta COP 9 billones.

Para agosto se estima una entrada importante de recursos al sistema por COP 11.5 billones (Gráfico 21), algo que en principio debería suavizar las presiones de liquidez en el mercado. Estos recursos se derivan de: 1) COP 4.8 billones del vencimiento de los TES2026; 2) COP 1.9 billones del vencimiento de TCO; y 3) COP 4.7 billones del pago de cupones de los TES2029.

Cambio mensual en tenencias de TES

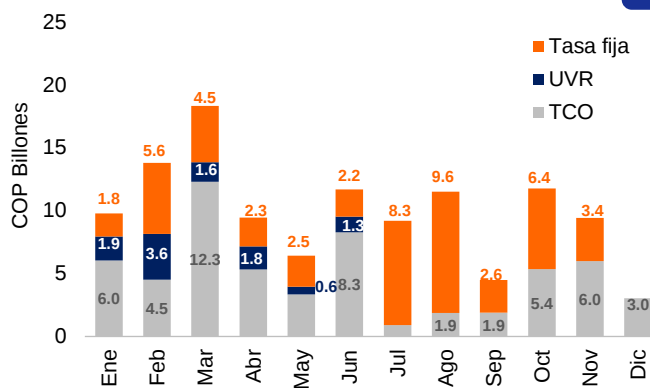
20



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 desmejoró levemente en el último mes, pero sigue siendo una de las mejores alternativas de alto rendimiento.

La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años disminuyó desde niveles de 8.34% hasta 6.05%, pero permanece por encima de la tasa promedio muestral de 2.53%. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 78 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 ya se encuentra cerca 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 6.66%, y se mantienen por encima de la media muestral de 3.35%. Por su parte, el diferencial RS registró niveles del orden de 0.19 p.p., por debajo del nivel promedio de muestra de 1.2 p.p.

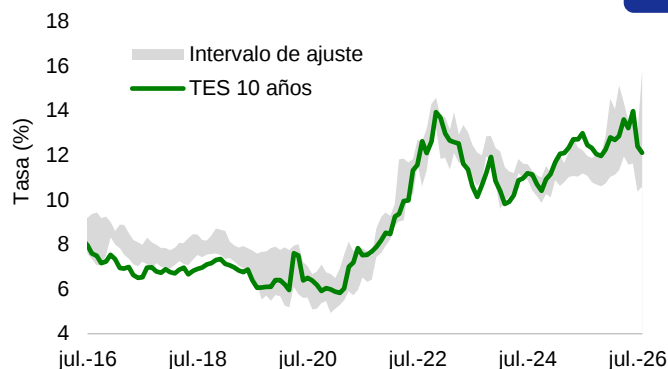
Según el modelo de reversión a la media, el tramo medio-largo de la curva de rendimientos TES COP ofrece el mayor atractivo de entrada. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere que las oportunidades más relevantes se concentran en los TES2028 y TES2030, con un espacio de valorización de hasta 33 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 TESUVR2035, con un espacio de valorización de 49 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

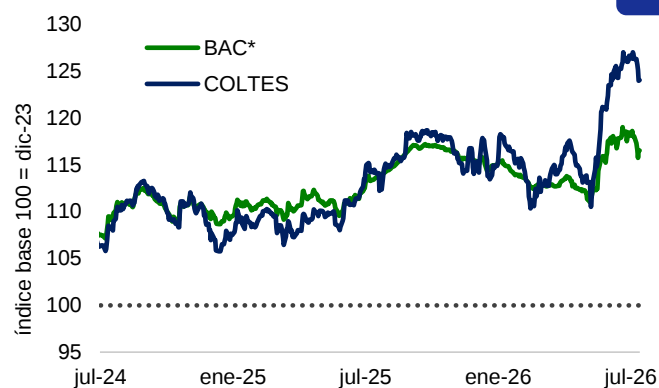
22



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

Desempeño del índice de renta fija - BAC

23



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

TESUSD2054 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 55 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 12.6% (Gráfico 22). Teniendo en cuenta que actualmente la referencia a 10 años, los TES2036, operan en tasa alrededor de 12.1%, lo anterior sugiere un margen de desvalorización de 50 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 -1.1% en julio. Este retorno presentó un mejor desempeño frente al -1.3% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC descendió desde 4.9% en junio hasta 2.8% en julio (Gráfico 23).

La optimización de la curva TES COP sugiere una mayor exposición a títulos del tramo de corto y medio plazo. Allí se destacan los TES2027 (35%), TES2028 (7.7%) y TES2029 (15%). En el tramo largo de la curva, nuestro ejercicio de optimización de cartera también sugiere una mayor ponderación a TES2058 (27.4%).

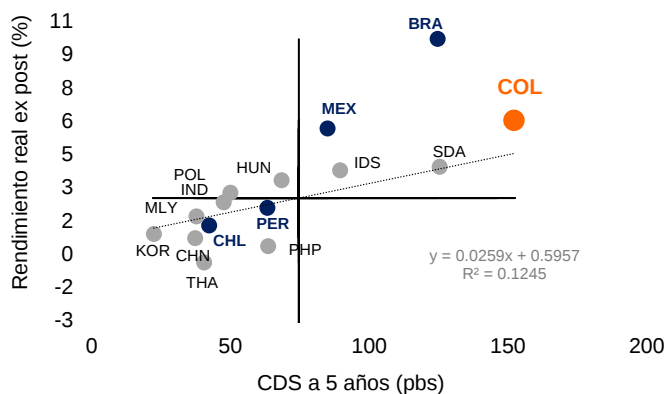
Expectativas de corto plazo

El reciente repunte del precio internacional del petróleo sigue alimentando la narrativa de unas posturas más restrictivas de los bancos centrales. Al tiempo que los niveles de endeudamiento continúan en máximos históricos y el rendimiento real esperado de la renta fija desestimula la demanda de bonos soberanos, las tasas de interés de la deuda pública se mantendrán presionadas fuertemente al alza. **Estimamos aumentos en los rendimientos de los Tesoros a 10 años hasta 5%** en el futuro cercano, algo que sometería a mucha volatilidad el mercado global de renta fija.

En el frente local, aunque el apetito por TES se mantiene alto, las necesidades de financiamiento continúan siendo elevadas ante la persistente presión fiscal. Seguimos considerando muy probable que el cupo de emisiones de TES por subastas sea modificado a un valor superior a la meta de COP 61 billones del plan financiero de 2026, situación que podría generar un deterioro en las condiciones de oferta-demanda del mercado y presionar al alza las tasas de interés de los TES. También esperamos más canjes de TCO o títulos de baja duración por TES largo plazo, con lo cual Crédito Público reduciría el riesgo de refinanciamiento y suavizaría el perfil de amortizaciones, teniendo en cuenta los elevados montos de vencimientos previstos para 2027.

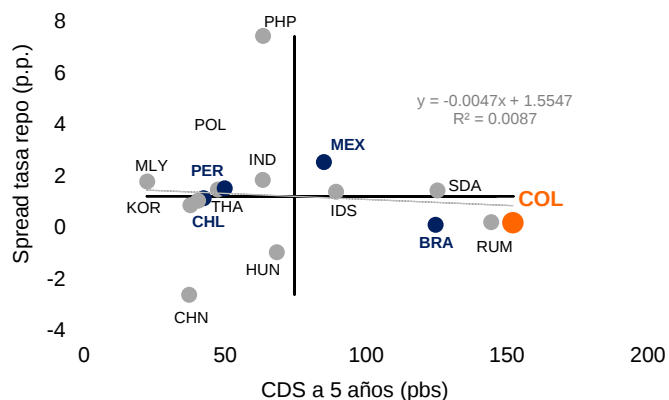
Dado el actual ciclo nominal de la economía (inflación y tasas de política al alza), esperamos que la curva de TES se mantenga invertida por lo que resta de 2026. Los fundamentos permiten mantener un optimismo relativo hacia TES UVR y títulos indexados, afectando por esta vía la demanda de TES COP. De esta forma, limpiando el ruido idiosincrático de los últimos 2 meses y anclando los actuales fundamentos del mercado, **anticipamos niveles objetivo de 12% en los TES COP de mayor duración**. Estimamos muy probable que los TES COP registren desvalorizaciones adicionales hacia niveles de 12.5% al cierre de este año.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



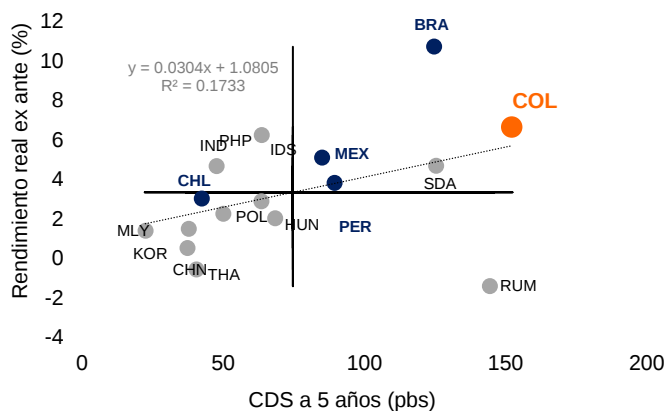
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



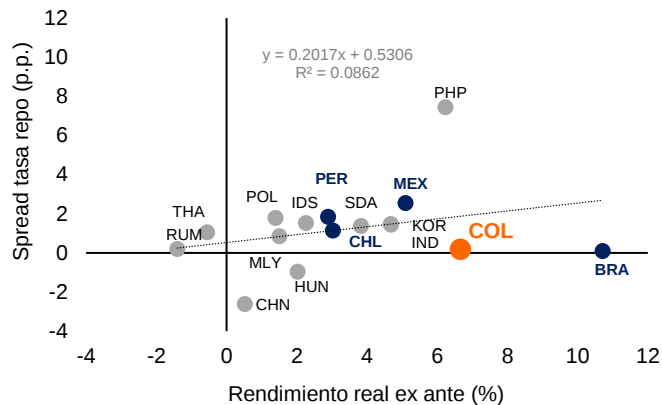
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



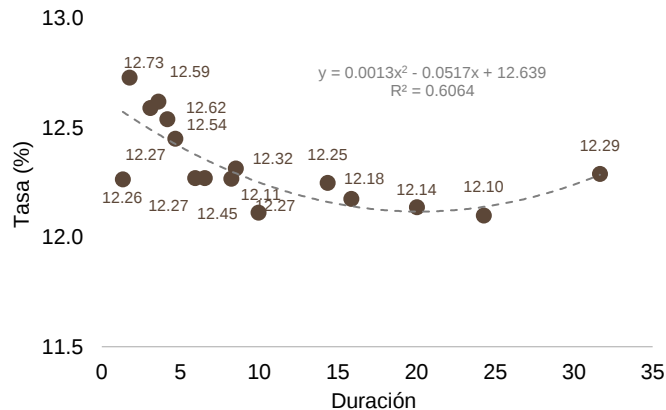
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



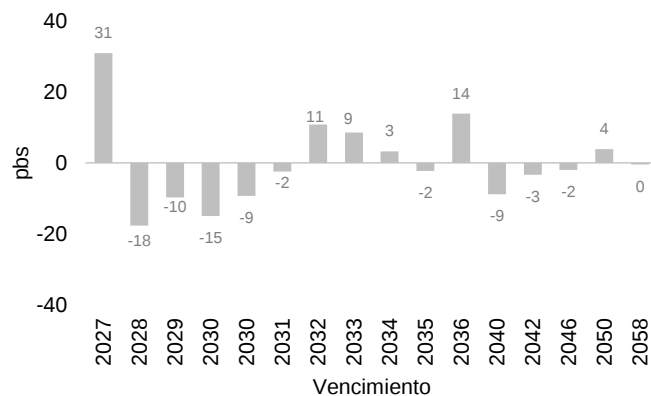
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



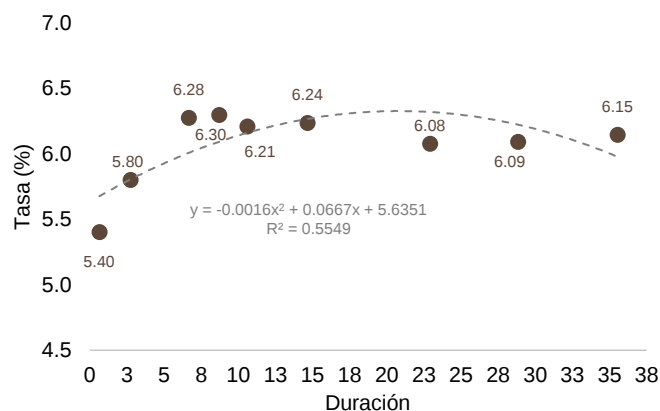
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



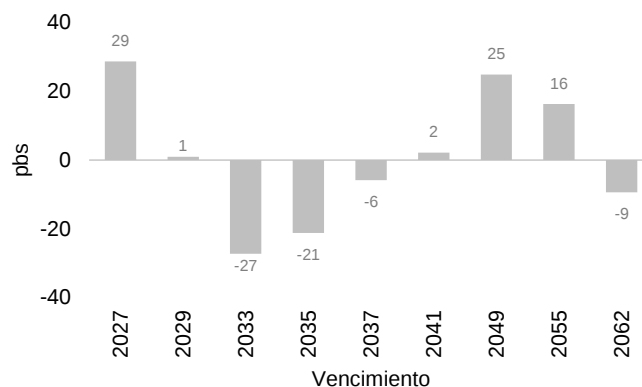
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



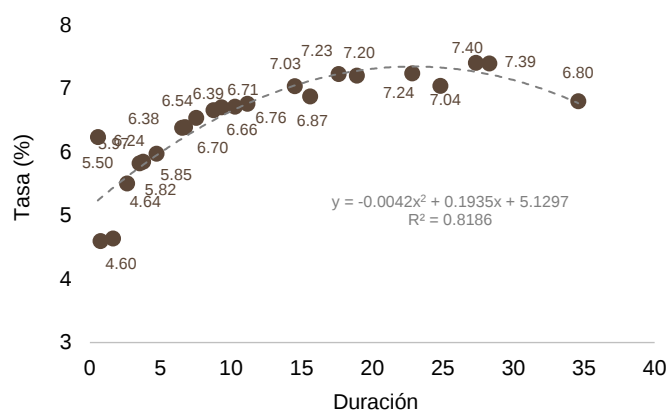
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



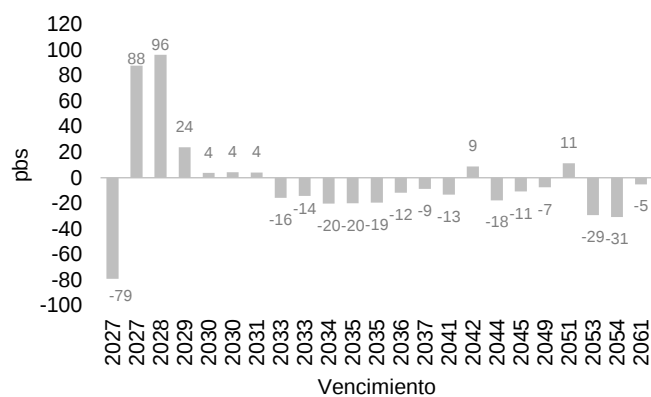
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

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	5.46	-93	-428	-321	
TFIT08031127	nov-27	5.75	1.1	12.26	-21	84	297	
TFIT16280428	abr-28	6.00	1.5	12.73	20	23	288	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.2	12.59	41	-34	188	
TFIT05270230	feb-30	12.50	2.6	12.62	40			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.0	12.54	32	-51	156	
TFVT10260331	mar-31	7.00	3.5	12.54	24	29	97	
TFIT10260331	mar-31	7.00	3.5	12.45	32	-56	107	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.4	12.27	13	-65	73	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.1	12.27	24	-63	51	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.1	12.27	26	-63	50	
TFIT11240135	ene-35	11.75	4.9	12.32	23	-79		
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.3	12.11	26	-54	30	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.1	12.25	18	-75	-2	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.1	12.18	29	-63	10	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.5	12.14	27	-93	-13	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.7	12.10	31	-74	12	
TFIT34130358	mar-58	12.00	7.6	12.29	21	-76		

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	0.6	5.56	-52	-40	-15	
TUVT10180429	abr-29	2.25	2.5	5.80	-40	-40	-35	
TUVT07220131	ene-31	6.50	3.7	6.63	-8	8	11	
TUVT20250333	mar-33	3.00	5.6	6.28	-10	-17	-28	
TUVT20040435	abr-35	4.75	6.7	6.30	0	-15	-13	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.1	6.21	-22	-41	-32	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.7	6.19	-8	-30	-47	
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.5	5.98	-2	-35	-54	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.7	6.03	-5	-51	-37	
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.8	6.11	-1	-59	-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	0.5	6.23	147	142		
COLGLBA27	abr-27	3.88	0.7	4.57	-2	10	-37	
COLGLB28	mar-28	11.85	1.5	4.60	-14	-97		
COLGLA29	ene-29	5.38	2.2	5.40	2			
COLGLB29	mar-29	4.50	2.4	5.48	-7	36	-31	
COLGLA30	ene-30	3.00	3.1	5.77	6	4	-33	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.2	5.83	13	1	-32	
COLGLA31	ene-31	6.13	3.7	6.35	17			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.2	5.96	13	-11	-52	
COLGLB32	abr-32	3.25	4.9	6.10	14	-16	-68	
COLGLB33	ene-33	10.38	4.7	6.42	7	5	-71	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.1	6.38	17	-27	-70	
COLGLB34	feb-34	7.50	5.5	6.52	21	-26	-73	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.1	6.63	18	-33	-99	
COLGLA35	nov-35	8.00	6.3	6.69	19	-34	-92	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.7	6.70	19	-45	-106	
COLGLB37	sep-37	7.38	7.1	6.73	13	-39	-94	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.9	7.01	23	-36	-94	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.2	6.85	27	-59	-103	
COLGLB44	feb-44	5.63	10.0	7.21	26	-34	-90	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.9	7.18	33	-52	-87	
COLGLB49	may-49	5.20	11.6	7.21	31	-40	-93	
COLGLB51	may-51	4.13	12.8	7.03	32	-46	-77	
COLGLB53	nov-53	8.75	10.7	7.39	24	-45	-120	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.9	7.38	26	-45	-122	
COLGLB61	feb-61	3.88	14.2	6.80	42	-39	-72	

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	2.0	4.16	17	14		
COLGLA30	nov-30	4.50	3.7	5.77	6	4	-33	
COLGLA32	sep-32	5.00	5.0	5.27	12	-46		
COLGLA34	nov-34	5.75	6.3	5.66	18	-53		
COLGLA36	feb-36	5.63	7.0	5.86	15	-61		
COLGLA38	nov-38	6.50	8.1	6.05	16	-83		

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.