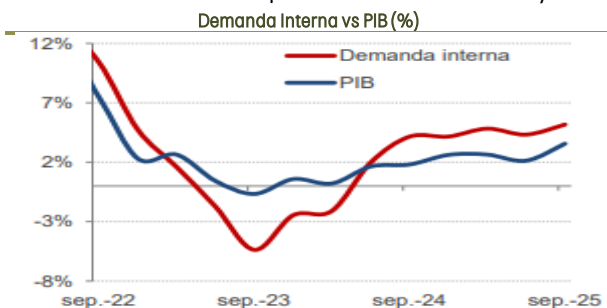
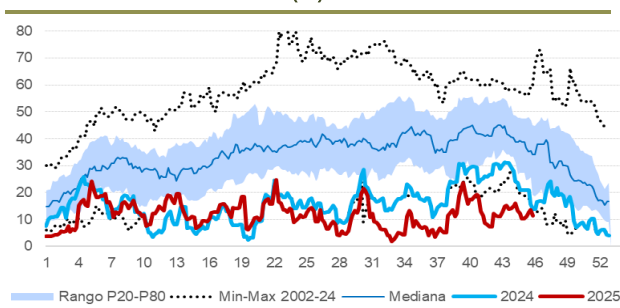


El dato de PIB de 3.6% se suma a la lista de razones por las cuales el BR se vería presionado a subir la tasa de interés. El mercado estará atento a cambios en la expectativa de inflación a 12 y 24 meses, y a un posible cambio en la tendencia del peso hacia la devaluación.



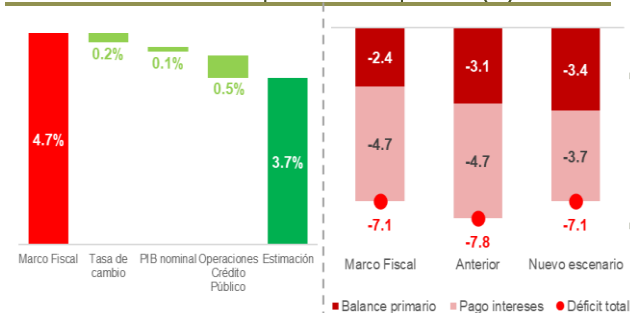
DANE

Estacionalidad depósitos del Tesoro Nacional en el Banco de la República (\$B)



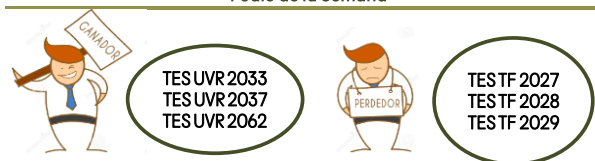
*Ministerio de Hacienda

Portafolio TES Banrep vs cambios del portafolio (\$B)



Fuente: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República

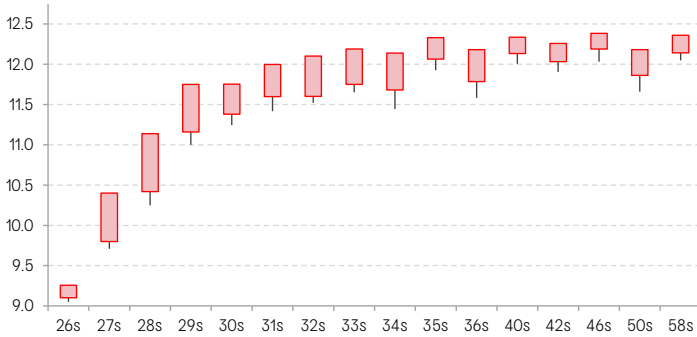
Podio de la Semana



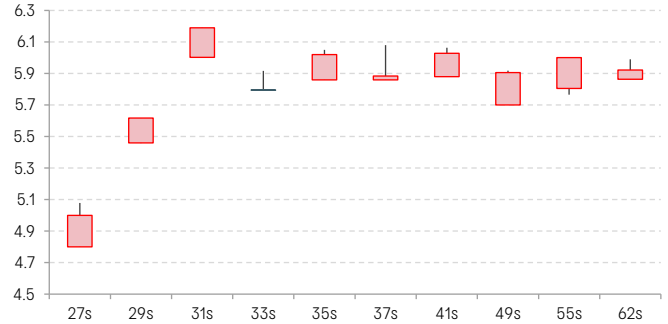
- En el pasado informe mencionamos que la nueva narrativa que afecta el mercado de deuda pública local tiene que ver con el descarrilamiento de la inflación. El dato de IPC anual alcanzó el nivel más alto en un año en 5.51% lo que ha incrementado las proyecciones de cierre de la inflación para 2025, 2026 y seguramente 2027. En este sentido, los TES tasa fija tuvieron una semana adversa con movimientos de +33.5pb promedio al alza en las tasas de los títulos, mientras que los TES UVR apenas sufrieron una desvalorización de +13.4pb.
- La estructura de la curva de rendimientos mostró un fuerte aplanamiento, debido a que los títulos entre 1 y 4 años se desvalorizaron +50pb en promedio, frente a los +21pb de subida de las tasas de los títulos del 2040 en adelante. En este sentido, como anotamos en el informe anterior, la estructura de la curva de rendimientos de TES tasa fija mostró un *bear steepening* y pone en evidencia el cambio de las perspectivas de los agentes frente al futuro de la decisión de tasas de interés de la política monetaria por parte del Banco de la República (BR).
- En este sentido, hay tres puntos que queremos destacar de la evolución de la inflación y su impacto sobre los TES en las próximas semanas: i) la probabilidad de incrementos de la tasa de interés del Banco de la República de acuerdo a la curva swap IBR; ii) la evolución de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses; y iii) la estrategia de financiamiento del gobierno que ha contado con una alta emisión de TES TCOs y que hoy se pone en riesgo bajo lo mencionado anteriormente.
- La curva swap IBR se ha desplazado al alza de manera importante en lo que ha sido ese reacomodo de las estrategias de los agentes para posicionarse a favor de posibles incrementos de la tasa de interés de referencia por parte de los agentes. En una semana, los movimientos en algunos de los nodos como es el caso del swap IBR a 1 año fue ligeramente superior a +40pb al alza, mientras que en los nodos por encima de 18 meses la tasa ya se ubica por encima del 10%. En este sentido, los agentes descuentan un escenario de tasas de interés de 9.25% al cierre del año, pero ya para enero comienza a subir la probabilidad de incrementos y a 1 año la probabilidad es de 4 aumentos (tasa implícita de 10.32%). Si esto se compara con lo que el mercado descontaba antes del dato de inflación (tasa implícita a 1 año al 9.75%), es evidente que las condiciones se han deteriorado y que para el mercado pareciera que incrementos de la tasa de referencia son inminentes.
- En segundo lugar, como anotamos hace una semana, la Encuesta de Expectativas de Inflación de los agentes será decisiva para en la decisión que pueda tomar el BR en sus futuras reuniones; en particular, la atención se debe centrar en la inflación proyectada a 12 y 24 meses, las cuales podrían mostrar un desanclaje por parte de los inversionistas y podrían llevar a que el mercado no vea convergencia de la inflación hacia la meta del 2.0% al 4.0% éste y los próximos dos años.
- Finalmente, otra variable que seguirá afectando al mercado de TES en general será la emisión de deuda por parte del gobierno donde, en su afán por buscar recursos para cubrir sus faltantes de caja, tuvo que recurrir a fuentes menos convencionales de financiamiento como ha sido la deuda de muy corto plazo, los TES TCOs. Esta estrategia pudo tener sentido en un escenario de política monetaria expansionista pero, a la luz del nuevo escenario de tasas, puede convertirse ahora en una estrategia de riesgo por lo que acarrea el refinanciamiento así como por el encarecimiento que se da por los incrementos de tasas de los TCOs. Los últimos cortes en las subastas fueron 9.552%, 9.69% y 9.89% para los TCOs de octubre de 2026 y hoy la tasa de corte fue de 10.40% para el nuevo TCO de noviembre 2026!
- Aunque el gobierno buscó mitigar parte del riesgo de refinanciamiento con canjes internos al sacar de mercado \$2.7B en TCOs de marzo y junio de 2026, pareciera no ser suficiente porque al final del año se estaría hablando de un stock cercano a los \$46B, cifra que podría ser riesgosa si se confirma el cambio de postura del BR o si hay algún evento de choque en los mercados externos que le impida al gobierno entregar títulos de largo plazo como ocurrió en dichos canjes internos recientes donde entregó TES tasa fija 2046 por \$2.3B.
- Vemos entonces desvalorizaciones adicionales en los títulos de la parte media y larga de la curva, en la medida en que el escenario local continúe mostrando una dinámica fuerte de la demanda interna y que esto se junte con un escenario de estrés en los mercados externos que pueda llevar a una devaluación del peso colombiano.

Ref.	25s	26s	27s	28s	29s	30s	31s	32s	33s	34s	36s	40s	42s	46s	50s	27s	29s	33s	35s	37s	55s
Tasa (%)	8.04	9.26	10.40	11.14	11.75	11.75	12.00	12.10	12.19	12.14	12.18	12.34	12.26	12.38	12.18	5.00	5.62	5.80	6.02	5.88	6.00
Variación semanal (pb)	4	15	60	72	59	37	40	50	44	46	40	20	23	19	32	20	16	0	16	2	20

Movimiento Semanal Curva TES TF (yield, %)



Movimiento Semanal Curva TES UVR (yield, %)



* Corresponde a la variación semanal de cada referencia, teniendo en cuenta su punto máximo y mínimo de negociación. El color rojo hace referencia a desvalorización, el azul a valorización.

	25s	26s	27s	28s	29s	30s	31s	32s	33s	34s	35s	36s	40s	42s	46s	50s	58s
Tasa (%)	8.04	9.26	10.40	11.14	11.75	11.75	12.00	12.10	12.19	12.14	12.33	12.18	12.34	12.26	12.38	12.18	12.36
Cupón (%)	6.25	7.50	5.75	6.00	11.00	7.75	7.00	7.00	13.25	7.25	11.75	6.25	12.75	9.25	11.50	7.25	12.00
Duración (años)	0.02	0.77	1.90	2.27	3.20	4.10	4.33	5.19	4.68	6.45	5.50	7.18	6.68	7.80	8.06	9.23	8.23
Variación semanal (pb)	4	15	60	72	59	37	40	50	44	46	27	40	20	23	19	32	22

Fuente: Banco de la República, SEN. Cálculos Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

	27s	29s	31s	33s	35s	37s	41s	49s	55s	62s
Tasa (%)	10.40	11.75	12.00	12.19	12.33	5.88	6.03	5.91	6.00	5.92
Cupón (%)	3.30	2.25	6.50	3.00	4.75	3.75	5.00	3.75	5.25	6.50
Duración (años)	1.90	3.20	4.33	4.68	5.50	8.89	10.43	14.33	14.47	14.74
Variación semanal (pb)	20	16	19	0	16	2	15	21	20	6

Fuente: Banco de la República, SEN. Cálculos Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Movimiento Spread Curva TES Tasa Fija (pb actual, pb actual vs semana)

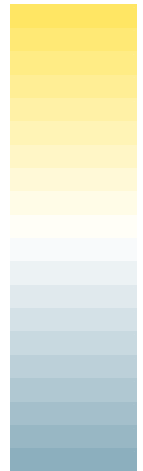
	25s	26s	27s	28s	29s	30s	31s	32s	33s	34s	35s	36s	40s	42s	46s	50s	58s
26s			15	23	15	-2	4	7	7	7	-1	6	-3	-2	0	4	-3
27s		115		8	1	-17	-11	-8	-8	-8	-16	-9	-18	-17	-15	-11	-18
28s		188	74		-8	-25	-20	-16	-16	-16	-25	-18	-27	-25	-24	-20	-26
29s		250	135	61		-17	-12	-9	-9	-9	-17	-10	-19	-17	-16	-12	-18
30s		250	135	62	0		5	9	9	9	0	7	-2	0	1	5	-1
31s		274	160	86	25	25		3	3	3	-5	2	-7	-6	-4	0	-6
32s		285	170	96	35	35	10		0	0	-8	-1	-10	-9	-7	-3	-10
33s		293	179	105	44	44	19	9		0	-8	-1	-10	-9	-7	-3	-10
34s		288	174	100	39	39	14	4	-5		-8	-1	-10	-9	-7	-3	-10
35s		308	193	119	58	58	33	23	14	19		7	-2	-1	1	5	-1
36s		293	178	104	43	43	18	8	-1	4	-15		-9	-7	-6	-2	-8
40s		308	194	120	59	58	34	24	15	20	1	15		2	3	7	1
42s		300	186	112	51	51	26	16	7	12	-7	8	-8		2	5	-1
46s		313	198	125	63	63	39	28	19	24	5	20	5	13		4	-2
50s		293	178	104	43	43	18	8	-1	4	-15	0	-16	-8	-20		-6
58s		311	196	122	61	61	36	26	17	22	3	18	2	10	-2	18	

	27s	29s	31s	33s	35s	37s	41s	49s	55s	62s
27s		-3	-1	-11	3	-10	-1	6	0	-8
29s		62	2	-8	6	-7	1	9	3	-5
31s		119	57	-10	4	-9	0	7	1	-7
33s		80	18	-40		14	1	10	17	11
35s		102	40	-17	23		-13	-4	3	-3
37s		88	27	-31	9	-14		9	16	10
41s		103	41	-16	23	1	14		7	1
49s		91	29	-28	11	-11	2	-12		-6
55s		100	38	-19	21	-2	12	-3	10	
62s		92	30	-27	13	-10	4	-11	2	-8

Fuente: Banco de la República, SEN. Cálculos Análisis de Mercado Banco de Bogotá.

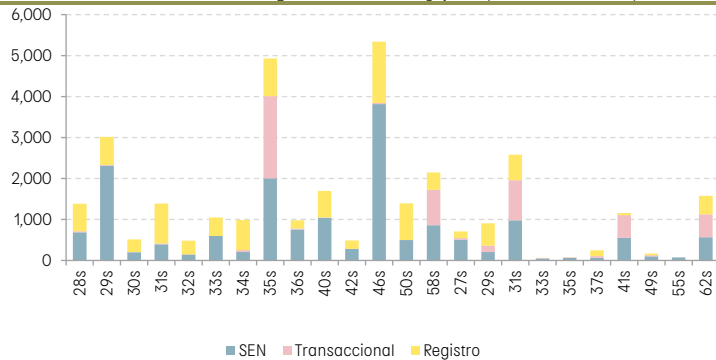
* El triángulo inferior corresponde al spread actual. El triángulo inferior corresponde a la diferencia entre el spread actual y el spread promedio semanal.

Ampliación Spread
(referencia de CP "no atractivo",
referencia de LP "atractivo")



Compresión Spread
(referencia de CP "atractivo",
referencia de LP "no atractivo")

Volumen Semanal Negociado TES Tasa Fija/UVR (\$ miles de millones)



Fuente: Banco de la República, SEN, Bolsa de Valores de Colombia

Movimiento Índices Renta Fija (% var)

Índice	7 días	30 días	YTD
COLTES CP	-0.12	-1.45	7.18
COLTES	-1.12	-1.85	9.87
COLTES LP	-1.51	-2.00	10.83
COLTES UVR CP	-0.24	0.59	8.79
COLTES UVR	-0.54	0.89	6.25
COLTES UVR LP	-0.63	0.97	5.24

Participación referencia en Índice COLTES TF (%)

9.1	7.2	9.7	10.7	7.0	6.6	5.7	8.4	8.3	12.9
10.3	7.0	7.9	10.8	7.2	6.8	5.8	8.3	8.4	13.2

Participación referencia en Índice COLTES UVR (%)

14	14.5	21.3	21.0	8.7	16.5	15.0	
0	8	15.0	21.2	21.9	8.6	16.6	15.0

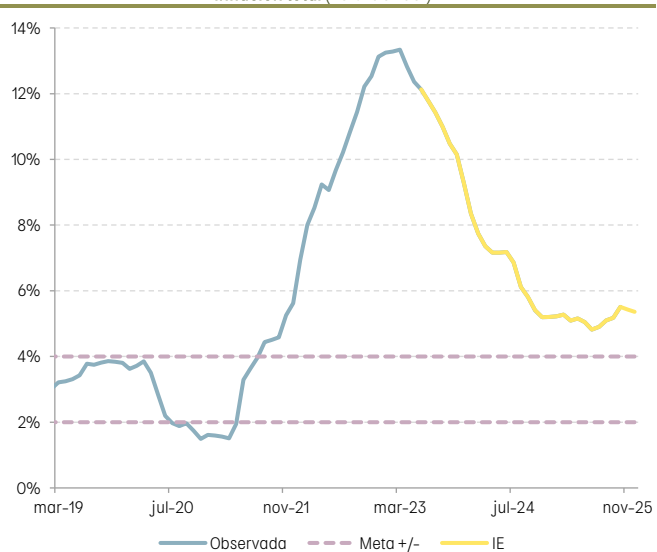
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Análisis de Mercados Banco de Bogotá. * Datos actualizados en BVC están al 19 de mayo

Inflación Implícita (%)

Ref.	TES Tasa Fija	TES UVR	Inflación Implícita
26s	9.26	4.37	4.68
27s	10.40	5.00	5.14
28s	11.14	5.33	5.51
29s	11.75	5.62	5.81
30s	11.75	6.08	5.35
31s	12.00	6.19	5.47
32s	12.10	5.93	5.83
33s	12.19	5.80	6.04
34s	12.14	5.97	5.82
35s	12.33	6.02	5.95
36s	12.18	5.93	5.90
37s	12.20	5.88	5.97
40s	12.34	6.02	5.96
41s	12.32	6.03	5.93
42s	12.26	6.01	5.89
46s	12.38	5.95	6.07
49s	12.24	5.91	5.99
50s	12.18	5.93	5.90
55s	12.29	6.00	5.93
58s	12.36	5.97	6.03
62s	12.51	5.92	6.22

Fuente: Banco de la República, SEN, Cálculos Análisis de Mercados Banco de Bogotá.

Inflación total (Var. % anual)



Fuente: DANE. Cálculos Investigaciones Economicas Banco de Bogotá.

Monitor Principales Yankee

Ref.	Vencimiento	Cupón	O/S (US\$ millones)	Duración	Precio	Yield (%)	var pb (7 días)	var pb (30 días)
26s	28/01/2026	4.50	666	2.89	99.86	5.15	1.7	40.7
27s	25/04/2027	3.88	910	4.01	99.51	4.22	9.2	-14.8
29s	15/03/2029	4.50	1,399	5.39	98.80	4.89	7.3	-14.5
31s	15/04/2031	3.13	1,999	7.18	88.13	5.69	2	-17.2
32s	22/04/2032	3.25	1,440	7.85	85.70	5.95	-1	-10.6
44s	26/02/2044	5.63	2,020	11.09	83.94	7.21	2.1	-7.9
45s	15/06/2045	5.00	2,880	12.04	77.48	7.15	5.6	-12.4
49s	15/05/2049	5.20	1,833	12.41	77.44	7.20	-7	-12.3

Fuente: Bloomberg

Elaborado por:

Francisco Chaves
Gerente Análisis de Mercados Banco de Bogotá

Nuestro Equipo:

Camilo Pérez	Director de Investigaciones Económicas	cperez3@bancodebogotá.com.co
Francisco Chaves	Gerente Análisis de Mercados	fchaves@bancodebogotá.com.co
Alejandra Rangel	Gerente Economía Internacional	arangel@fidubogota.com
Alejandro Rojas	Economista Senior Colombia	droja48@bancodebogotá.com.co
Héctor Suescun	Economista Colombia	hsuescun1@fidubogota.com
Carlos Gómez	Analista Bases de Datos	cgomez@bancodebogotá.com.co

Dirija sus inquietudes y comentarios a Investigaciones Económicas y Análisis de Mercados:
investigaciones@bancodebogota.com.co

Balance Macroeconómico

A las variables analizadas por Investigaciones Económicas se les asigna un balance de corto y largo plazo.	▲ Alcista	- Acelerando
	△ Alcista moderado	- Creciendo
	▶ Estable	- Manteniéndose
	▽ Bajista moderado	- Desacelerando
	▼ Bajista	- Contrayéndose

Suscribirse a nuestros informes

Este documento ha sido realizado por los analistas de la Gerencia de Investigaciones Económicas de la Vicepresidencia de Internacional y Tesorería de Banco de Bogotá. La información contenida en el mismo está basada en fuentes consideradas confiables con respecto al comportamiento de la economía y de los mercados financieros. Sin embargo, su precisión no está garantizada y no constituye propuesta o recomendación alguna por parte de Banco de Bogotá para la negociación de sus productos y servicios. De igual forma, las opiniones expresadas no reflejan la opinión de Banco de Bogotá, por lo cual la entidad no se hace responsable de interpretaciones o de distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información y cifras contenidas es exclusiva responsabilidad de cada usuario.

¿No desea recibir esta información? [desuscribirse aquí](#).