

# Actualidad económica

## Análisis de renta fija Perspectiva junio 2024



### Héctor Wilson Tovar

Gerente  
wtovar@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1107

### María Alejandra Martínez

Directora  
maria.martinez@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1566

### Cristian Enrique Peláez

Analista de divisas  
cristian.pelaez@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

### Jahnisi Arley Cáceres

Analista de renta variable  
jahnisi.caceres@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

### Diana Valentina González

Analista de renta fija  
diana.gonzalezs@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

### Laura Sophia Fajardo Rojas

Practicante  
laura.fajardo@accivalores.com

#### Escucha nuestro análisis:



[En YouTube](#)



[En Spotify](#)

#### Síguenos en:



[@accivaloressa](#)



[Acciones y Valores](#)

[Suscríbete a  
nuestros informes](#)

## Resumen

- Durante mayo, los títulos de deuda internacional experimentaron valorizaciones debido a condiciones financieras más relajadas y menores presiones sobre los rendimientos de bonos en diferentes perfiles crediticios. En general, hay expectativas de un ciclo de flexibilización desincronizado entre los bancos centrales.
- El mercado local de deuda pública en Colombia enfrenta presiones debido al deterioro de la situación fiscal en el país. Esto último ha generado un aumento en el diferencial de riesgo país y en las tasas de interés de la deuda pública colombiana en comparación con otros países de América Latina. Se espera que el deterioro fiscal continúe, lo que podría llevar a un aumento en el riesgo de incumplimiento de la Regla Fiscal.
- La deuda pública colombiana mostró una desvalorización en mayo, influenciada por las expectativas de inflación y la corrección en los rendimientos de los bonos tanto en TES TF como en TES UVR.

## Nuestros pronósticos económicos

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento del PIB (var.anual %)	3.20%	-7.30%	11.00%	7.30%	0.60%	1.35%
Tasa de desempleo nacional (%PEA, promedio)	10.90%	16.70%	13.80%	11.20%	10.20%	11.4%
Inflación (var.anual %, fin de periodo)	3.81%	1.62%	5.60%	13.13%	9.28%	6.26%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3.40%	1.39%	2.84%	9.23%	8.81%	5.57%
Tasa Banrep (tasa, fin de periodo)	4.25%	1.75%	3.00%	12.00%	13.00%	8.75%
IBR Overnight nominal (tasa, fin de periodo)	4.11%	1.70%	2.91%	11.14%	12.26%	8.60%
Balance fiscal GNC (% PIB)	-2.46%	-7.79%	-6.97%	-5.30%	-4.20%	-5.60%
Deuda neta GNC (%PIB)	46.3%	48.4%	60.7%	60.1%	52.8%	59.0%
Balance comercial (USD millones, total)	-10,782	-10,130	-15,259	-14,331	-9,902	-9,485
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.58%	-3.42%	-5.60%	-6.26%	-2.70%	-3.20%
Tasa de cambio (USD/COP, fin de periodo)	3,411	3,661	3,880	4,808	3,874	4000
Precio de petróleo (USD por barril, promedio)	64.3	42.0	80.9	100.9	82.49	82.5

Fuente: Cálculos Investigaciones Económicas Accivalores

## Mercado internacional

### **Perspectiva global de Deuda: valorizaciones en mayo y expectativas de flexibilización**

Durante mayo, los títulos de deuda internacional experimentaron valorizaciones debido a condiciones financieras más relajadas y menores presiones sobre los rendimientos de bonos en diferentes perfiles crediticios. Las decisiones recientes de la Fed en EE. UU., especialmente en cuanto a la normalización de sus tenencias de activos, aumentaron la demanda de bonos del Tesoro y crearon un entorno favorable para los mercados globales de deuda.

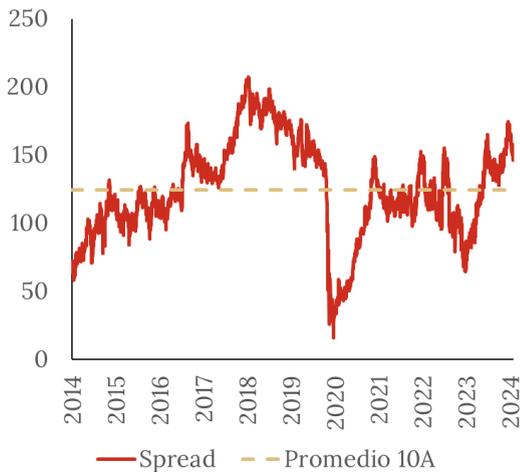
Desde lo macroeconómico, en Estados Unidos, la inflación mostró un comportamiento que no sorprendió al alza en abril, lo que generó alivio en el mercado. Sin embargo, se mantiene alejada de la meta del 2%, lo que podría retrasar la corrección hasta la meta. Adicionalmente, el mercado de bonos está reconsiderando la posibilidad de recortes en las tasas de interés en septiembre, impulsado por la caída de las tasas de empleo en EE. UU. y la percepción de que la Reserva Federal podría reducir las tasas para contrarrestar la desaceleración económica. A pesar de que las tasas de empleo siguen por encima de los niveles previos a la pandemia, la reciente desaceleración en el crecimiento de empleos ha llevado al mercado de bonos a especular sobre recortes en las tasas de interés como medida para mantener la estabilidad económica. Esta percepción se refleja en la caída de los rendimientos de bonos a corto plazo y en un aumento en las expectativas de futuros recortes en las tasas por parte de la Fed, aunque se espera que los datos de empleo de mayo puedan proporcionar una perspectiva más clara sobre la dirección futura de la política monetaria.

Por otro lado, en la Zona Euro, el crecimiento sigue siendo lento y la inflación se ha mantenido en general en línea con las expectativas. Se espera que el crecimiento más débil y la inflación permitan una flexibilización del BCE.

En general, hay expectativas de un ciclo de flexibilización desincronizado entre los bancos centrales, con el BCE señalando una posible acción de flexibilización en junio, mientras que la Reserva Federal de EE. UU. podría tardar más en moverse, principalmente debido al sector de servicios. Esto sugiere que los rangos de negociación podrían persistir en los bonos gubernamentales, mientras que el crédito corporativo sigue en una posición favorable, aunque la valoración relativa es menos evidente.

Ahora bien, hay limitaciones en las valorizaciones de los bonos desarrollados. Aunque se observa una convergencia de las tasas de inflación hacia los objetivos de los bancos centrales en la mayoría de los países del G7, persisten preocupaciones sobre la "última milla" para alcanzar esos objetivos. Por lo cual, si el BCE decide bajar tasas, se esperan valorizaciones en la región, las cuales pueden impulsar a otros mercados, pero estas valorizaciones serán limitadas en el mediano plazo, teniendo en cuenta la cautela con la que los bancos centrales están actuando.

**Spread entre EE.UU. y otros desarrollados**



**Rendimiento a diez años de EE.UU. contra otros desarrollados**



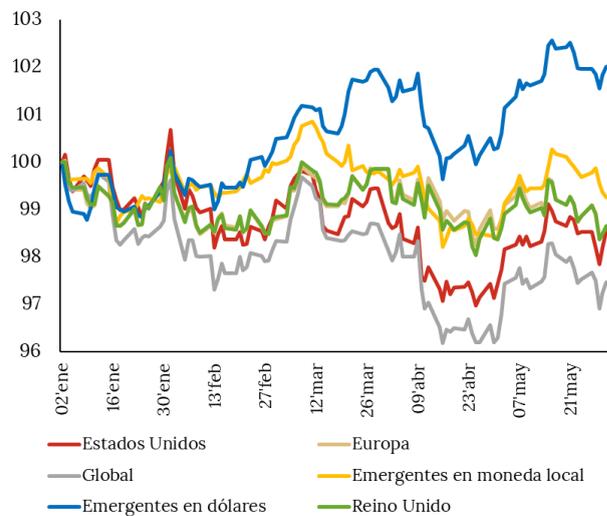
Fuente: Reuters, Investigaciones Económicas ACVA.  
Nota: otros desarrollados es el promedio de Reino Unido, Alemania, Francia, Italia y Japón

En términos generales, los índices de renta fija soberana de Bloomberg aumentaron en promedio un 1.1% durante el mes pasado. En los mercados avanzados, el índice de EE. UU. creció un 1.3%, mientras que el de la Eurozona aumentó un 1%. Los índices de América Latina (LATAM) y los mercados emergentes (EM) registraron valorizaciones promedio del 0.9%. Junto a esto, se destaca el comportamiento positivo de los bonos en países emergentes denominados en dólares, este comportamiento es debido al valor relativo de los bonos, pues

presentan retornos interesantes sin el riesgo de devaluación de la moneda.

En lo que va de 2024, el índice de renta fija soberana de EE. UU. ha experimentado una desvalorización del 1.9%, debido al fuerte ciclo económico del país. En contraste, los índices de la Eurozona y los mercados emergentes han mostrado valorizaciones acumuladas promedio del 1.2%, mientras que el índice de bonos soberanos de LATAM se ha valorizado un 3%.

**Índices de renta fija**



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas ACVA.

Es importante tener en cuenta que a medida que disminuye la percepción de riesgo, los mercados emergentes son más atractivos. Esto se evidencia con los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, los cuales habían registrado salidas netas en abril, pero, en el último mes mostraron una leve recuperación reflejada en entradas netas según datos preliminares del IIF. Otros índices sugieren una recuperación similar en la demanda extranjera por activos EM durante mayo.

## Desafíos y estrategias: perspectiva de la Deuda Pública en Colombia ante un entorno fiscal complicado

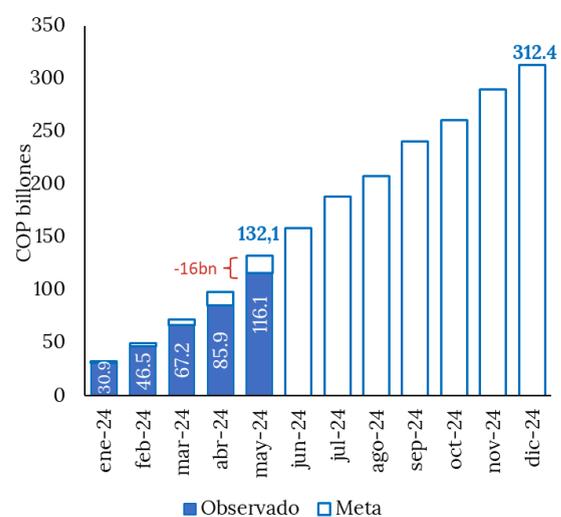
El mercado local de deuda pública en Colombia enfrenta presiones debido al aumento de las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de los últimos meses (a pesar de la corrección del último mes) y al deterioro de la situación fiscal en el país. Esto último ha generado un aumento en el diferencial de riesgo país y en las tasas de interés de la deuda pública colombiana en comparación con otros países de América Latina. Se espera que el deterioro fiscal continúe, lo que podría llevar a un aumento en el riesgo de incumplimiento de la Regla Fiscal.

La Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) informó que el recaudo tributario en mayo de 2024 fue de COP \$30.26 billones, lo que representa un aumento nominal del 17.8% respecto al mismo mes del año anterior. Aunque este dato es considerado positivo, existen preocupación por la caída del recaudo en abril, que fue del 10.3%, la mayor desde 2010. Según datos del Ministerio de Hacienda, la deuda totalizó COP \$90.2 billones el mes anterior, lo que representa un aumento del 2.33% en comparación con marzo, cuando se situaba en COP \$87.5 billones (equivalente al 52.8% del PIB). De este total, COP \$594.6 billones corresponden a deudas internas y COP \$313.6 billones a obligaciones externas. Si bien el resultado en Mayo fue mayor al esperado, todavía hay un rezago de COP \$16 Billones frente a la meta del CARF.

Adicionalmente, se han reportado cifras que muestran una disminución significativa en el recaudo del impuesto de renta de grandes contribuyentes, así como en los ingresos provenientes de la extracción de carbón y petróleo. La recaudación del impuesto de renta de grandes contribuyentes disminuyó en casi dos tercios en comparación con el mismo período del año anterior.

Esta situación surge después de que la Corte Constitucional rechazara la solicitud del Ministerio de Hacienda para modular un fallo sobre la no deducibilidad de regalías. La Corte consideró que la solicitud de impacto fiscal de Hacienda no demostró que el fallo anterior produjera alteraciones graves en la sostenibilidad fiscal. Aunque Hacienda no recuperará los COP \$6.7 billones por fallo de regalías, la Corte indicó que se puede presentar un recurso de insistencia contra esta decisión.

**Recaudo tributario en 2024**



Fuente: CARF - Investigaciones Económicas ACVA

Dado el panorama, el Ministerio de Hacienda está impulsando un proyecto de ley para aumentar el límite de endeudamiento en Colombia en COP \$17 billones. Esta medida responde a la necesidad de hacer frente a compromisos financieros, especialmente aquellos relacionados con la respuesta a la pandemia y los esfuerzos para reactivar la economía tras el impacto del confinamiento y la desaceleración económica. El ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, ha argumentado que este ajuste es crucial dadas las necesidades financieras del país y la acumulación de préstamos en años anteriores.

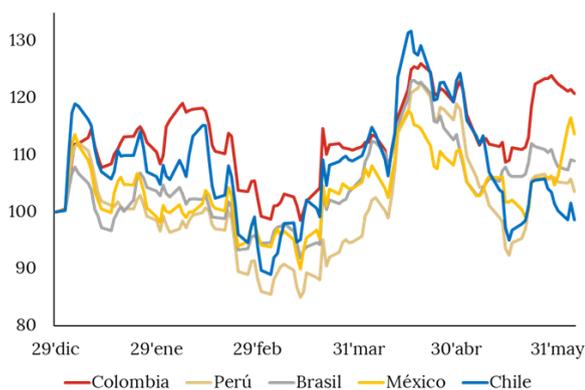
Ahora bien, se proyecta que hacia el 2028 sea necesario revisar nuevamente este límite de endeudamiento, principalmente debido a los

compromisos adquiridos con organismos internacionales y los vencimientos de bonos. Bonilla ha subrayado la importancia de cumplir con los pagos de deuda para mantener la credibilidad financiera del país, aunque reconoce que esta situación representa un desafío para la gestión de la tesorería del gobierno.

El debate en el Congreso sobre este proyecto de ley ha generado opiniones divididas. Mientras algunos legisladores reconocen la necesidad de aprobar el aumento del límite de endeudamiento para evitar incumplimientos y preservar la estabilidad financiera, otros expresan preocupación por la transparencia en la gestión económica y la efectividad de las políticas de reactivación económica.

Esta situación se ve reflejada en los CDS a cinco años. La prima de riesgo de Colombia es la más elevada entre países con su misma calificación, e incluso es más elevada que países con peor calificación. En caso de aumentar el cupo de deuda, se necesitaría emitir más deuda de la que se tenía pensado inicialmente, lo cual podría ser traducido a nivel internacional como un mayor riesgo en el país y, por ende, una peor percepción de Colombia para invertir. Esto último llevaría a unas tasas más elevadas y mayores desvalorizaciones en los TES.

**CDS a 5 años Latam**



Fuente: Reuters, Investigaciones Económicas ACVA. Nota: Datos normalizados en base 100.

Ahora bien, el Marco Fiscal de Mediano Plazo que se presentará en junio debe incluir recortes de

gasto y una estrategia de financiamiento para el mayor déficit fiscal. Si no se toman medidas para reactivar la economía y moderar la presión sobre el mercado de deuda, Colombia podría experimentar un deterioro similar al de Brasil en los años anteriores. Esto respalda la perspectiva de un aumento en las tasas de interés de los TES, especialmente en los de largo plazo.

Hasta mayo, la ejecución del Presupuesto General de la Nación (PGN) 2024 llegó al 29.9%, similar al promedio de los últimos cinco gobiernos en su segundo año. En inversión, se comprometió el 50% del total asignado (\$99.8 billones), un 30% más que en el mismo periodo de 2023. Educación (38.7%) y Minas y Energía (34.6%) lideraron la ejecución. En total, se comprometieron \$206.5 billones (41% del total) y se ejecutaron \$159.22 billones (31.64% del total). En funcionamiento, se obligaron \$103.6 billones (33.5% del autorizado). Para la deuda pública, se pagaron \$35.7 billones, el 37.8% del total programado.

En cuanto al comportamiento del mercado de deuda en abril y mayo, se observó una desvalorización en línea con la incertidumbre fiscal y los mensajes de cautela del Banco de la República sobre su política monetaria.

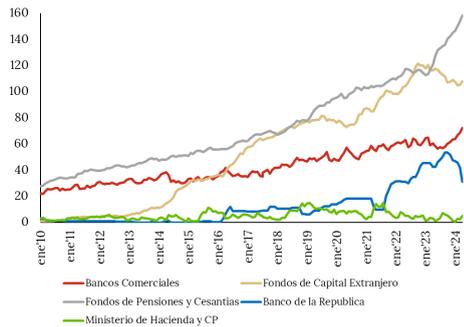
En conclusión, la deuda pública colombiana mostró una desvalorización en mayo, influenciada por las expectativas de inflación y la corrección en los rendimientos de los bonos tanto en TES TF como en TES UVR.

### Tenedores TES:

En abril de 2024, las tenencias totales en TES aumentaron en COP\$9.30 billones respecto al mes anterior, alcanzando un total de COP\$525.7 billones. Comparado con abril de 2023, se observa un aumento positivo en las compras, con un incremento de COP\$50.63 billones en las tenencias. Los Fondos de Pensiones y Cesantías fueron los mayores compradores del mes, aumentando sus tenencias en un 3.36%, seguidos por las Compañías de Seguros y Capitalización,

con un incremento del 5.11%. Sin embargo, el Banco de la República redujo sus tenencias en un 13.9%, siendo el mayor vendedor del período. En términos de participación en el mercado, los Fondos de Pensiones, Fondos de Capital Extranjero y Bancos Comerciales representaron el 66.24% de las tenencias totales de TES, consolidando un aumento en su participación respecto al mes anterior.

### Evolución tenencias principales agentes



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas ACVA

### Pago cupones:

Durante el mes de junio se realiza el pago de los siguientes cupones:

TESCOP 2032		TESUVR 2049	
Fecha	30-jun	Fecha	16-jun
Cupón	7.00%	Cupón	3.75%
Valor	1.96 Bn	Valor	1.01 Bn

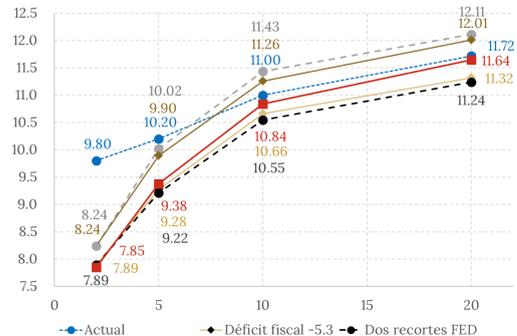
### Pronóstico curva TES-TF:

A pesar del aplanamiento de las últimas semanas, creemos que para el final del año el empinamiento alrededor de la curva se hará más notable. En particular, vemos que la parte corta puede presentar valorizaciones más atractivas y más amplias que las de largo plazo. Este empinamiento esperado es debido al riesgo país, en el cual, dados los diferentes miedos alrededor de la regla fiscal, se ve menos atractiva.

Ahora bien, si bien es una preocupación constante la regla fiscal, al plantear diferentes escenarios, se obtiene que cambios más bruscos en la política monetaria de la FED pueden

generar mayores variaciones que cambios en el déficit fiscal. Por lo cual, es indispensable seguir de cerca la narrativa estadounidense y sus efectos en la renta fija colombiana.

### Pronóstico curva TESTF al cierre 2024

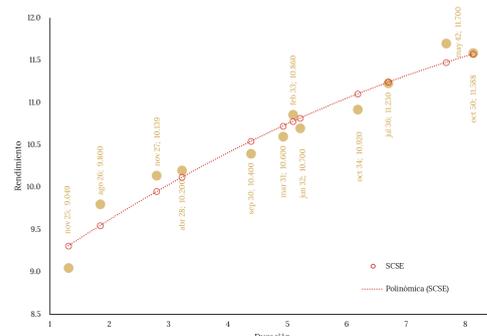


Fuente: Investigaciones Económicas ACVA

Durante el mes, se debe tener cautela con las decisiones del Banco Central, pues el rezago entre recortes de tasas a Estados Unidos podría limitar las valorizaciones en el mes.

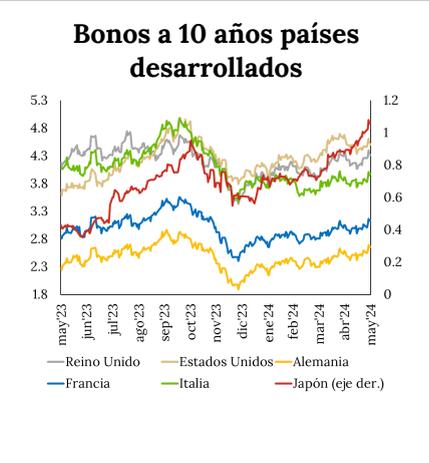
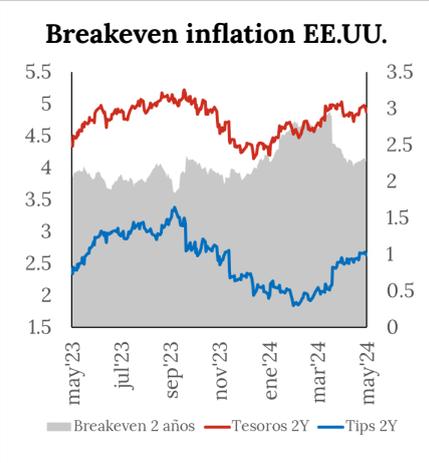
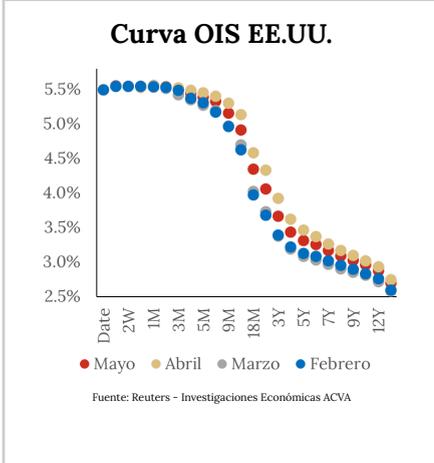
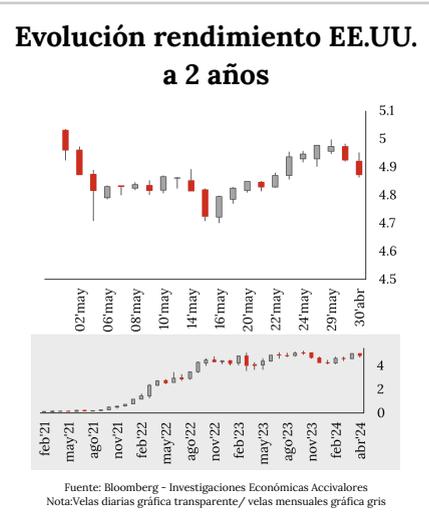
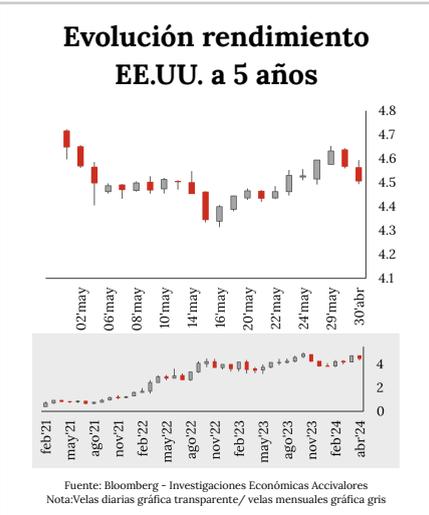
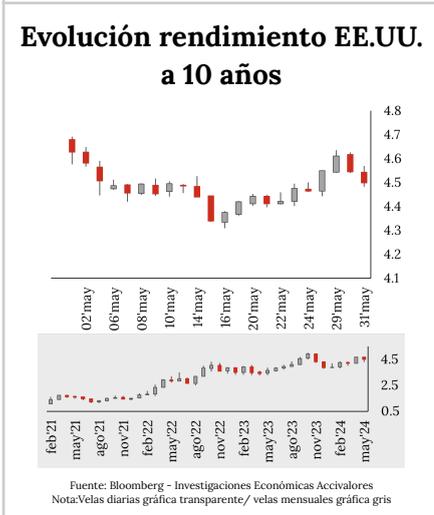
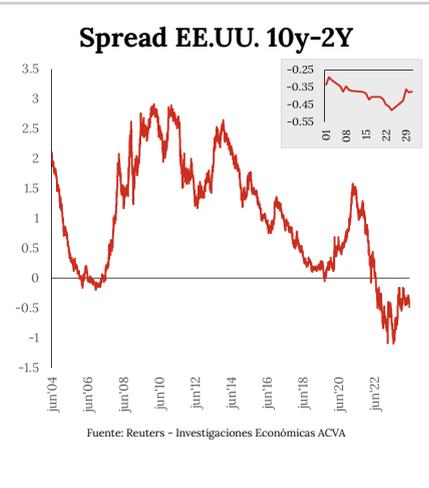
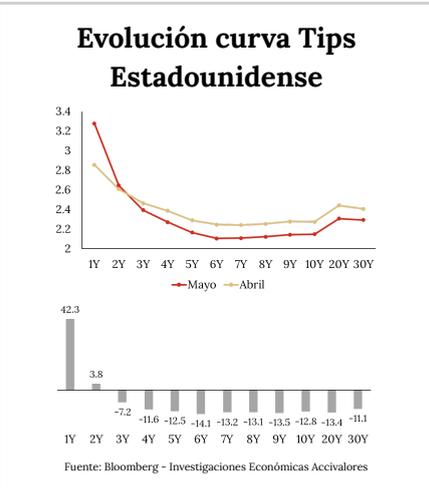
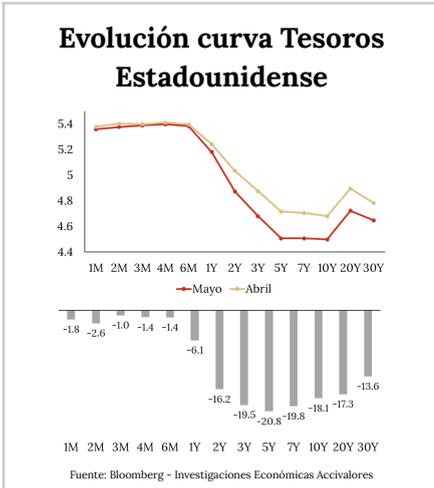
Así mismo, el valor justo de los TES TF está influenciado por noticias en materia monetaria y fiscal tanto local como internacional. Según el modelo, la curva de rendimientos muestra oportunidades de valorización en los segmentos de corto plazo. Así mismo, el nodo de 42 años todavía tiene espacio para las valorizaciones. Sin embargo, en un escenario adverso con un aumento de la prima de riesgo, volatilidad del peso colombiano y devaluación, los TES podrían parecer caros, sugiriendo una desvalorización especialmente en el segmento entre los 28s y 34s.

### Cálculo valor justo curva TESTF



Fuente: Investigaciones Económicas ACVA

# Variaciones mensuales

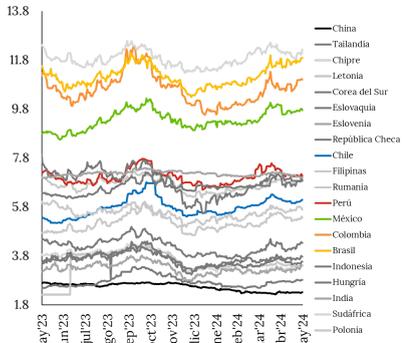


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

	UK	EE.UU.	Alemania	Francia	Italia	Japón
Abril	4.35	4.68	2.58	3.05	3.91	0.87
Mayo	4.32	4.50	2.66	3.14	3.98	1.06
Diferencia	-2.89	-18.13	8.05	8.38	6.21	19.00

Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

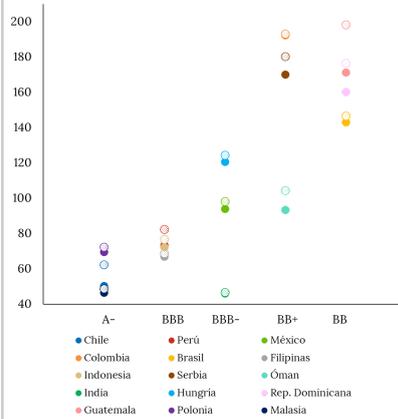
### Bonos a 10 años Emergentes



	México	Perú	Colombia	Brasil	Chile	China
Abril	9.96	7.29	10.60	11.85	6.13	2.31
Mayo	9.75	7.07	11.00	11.89	6.10	2.32
Diferencia	-20.91	-22.10	40.65	3.57	-3.54	0.73

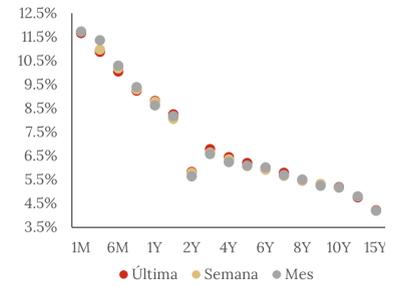
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### CDS 5 años emergentes variación último mes



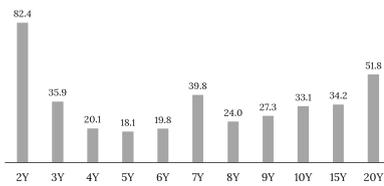
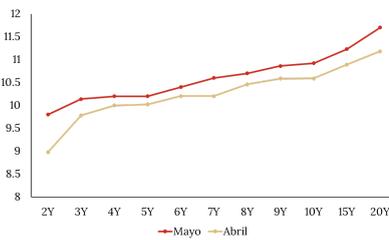
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas AcciValores.  
Nota: Color sólido corresponde a abril, color con trama a marzo

### Comportamiento curva IBR



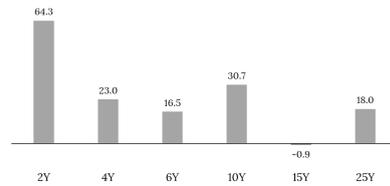
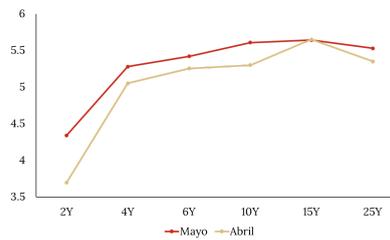
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Evolución TES-TF



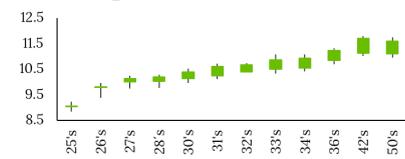
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Evolución TES-UVR



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

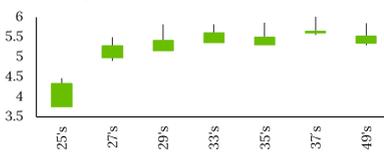
### Comportamiento TES-TF



	Apert	Máx	Mín	Cierre
24's	10.575	10.575	8.907	9.357
25's	9.031	9.24	8.855	9.049
26's	9.79	9.97	9.378	9.8
27's	10.01	10.249	9.75	10.139
28's	10.02	10.284	9.765	10.2
30's	10.13	10.522	9.952	10.4
31's	10.25	10.72	10.101	10.6
32's	10.39	10.729	10.39	10.67
33's	10.506	11.071	10.33	10.86
34's	10.539	11.086	10.42	10.92
36's	10.844	11.313	10.687	11.23
42's	11.121	11.792	11.012	11.7
50's	11.1	11.75	10.945	11.588

Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Comportamiento TES-UVR

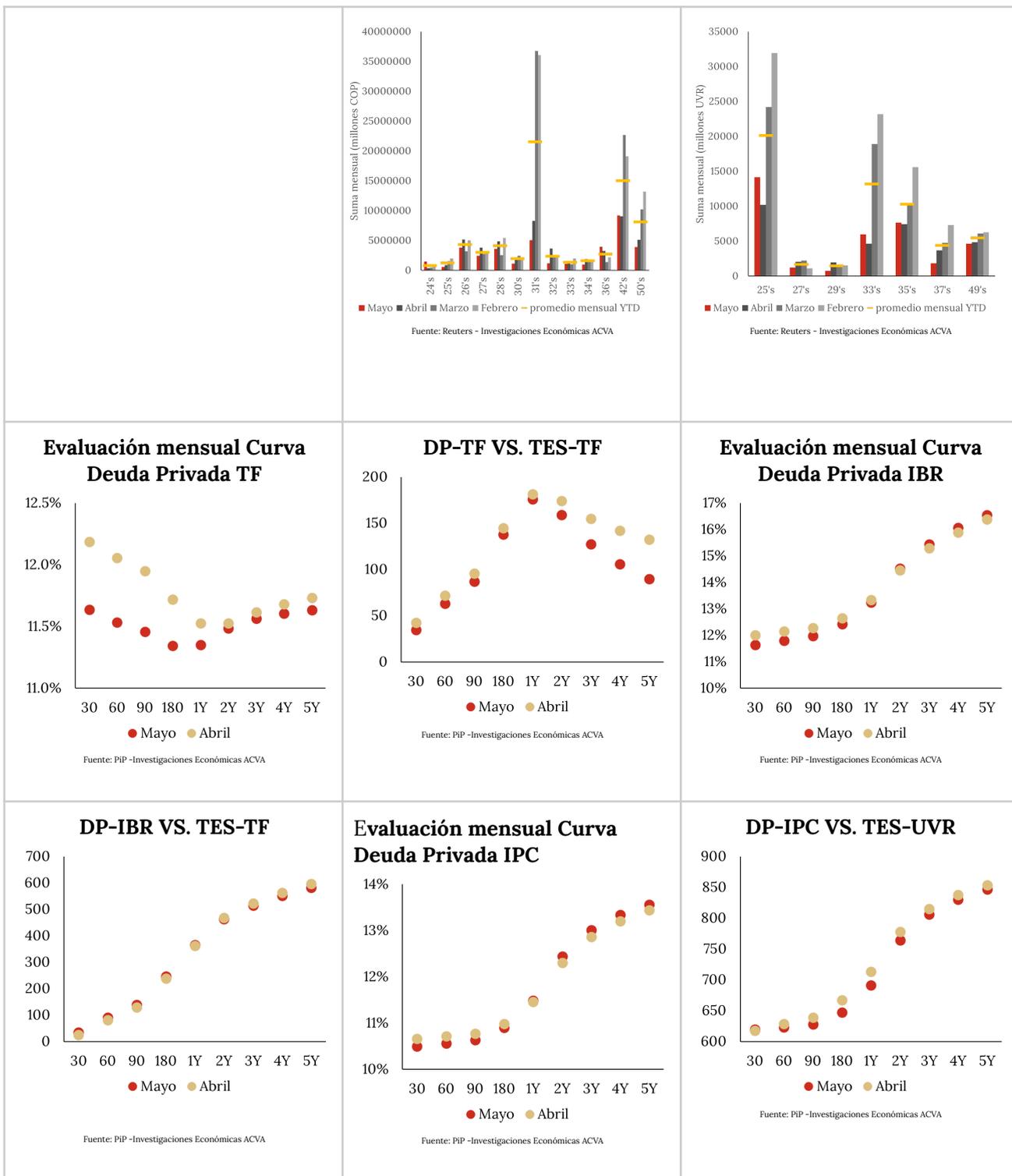


	Apert	Máx	Mín	Cierre
25's	3.751	4.469	3.751	4.338
27's	4.979	5.5	4.901	5.28
29's	5.153	5.82	5.153	5.42
33's	5.359	5.82	5.35	5.605
35's	5.301	5.86	5.301	5.5
37's	5.61	6.045	5.55	5.642
49's	5.343	5.85	5.29	5.53

Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Volúmenes TES-TF

### Volúmenes TES-UVR



### Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero

respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2024 Acciones & Valores S.A.