

# **PERSPECTIVA SEMANTAL DE RENTA FIJA**

**DEL 17 AL 21 DE JUNIO DE 2024**

Elaborado por: Investigaciones  
Económicas

Wilson Tovar  
Gerente  
wtovar@accivalores.com

Diana Valentina González  
Analista de renta fija  
diana.gonzalezs@accivalores.com

# Resumen

- Los movimientos del mercado la semana pasada resaltan la importancia del Dot Plot estadounidense. El rendimiento del Tesoro a 10 años cayó a su nivel más bajo desde abril (4.18%) tras un informe de inflación y después de la reunión de la Fed. La inflación del IPP más suave y un aumento en las solicitudes de desempleo en EE. UU. a finales de la semana avivaron las esperanzas de un recorte de tasas en septiembre, lo que llevó los rendimientos a un mínimo de casi tres meses, demostrando la influencia significativa de los datos económicos en las fluctuaciones de los rendimientos.
- Francia presentó el mayor aumento en los CDS de los países desarrollados la semana pasada. Lo cual ha llevado a que el spread entre bonos franceses y alemanes aumentara en 29 pbs de 55.6 pbs a 77 pbs en los últimos diez días. Es importante señalar que el promedio del spread del último año ha sido 53 pbs en promedio.
- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2024. En este se dieron a conocer unas cifras fiscales más sinceras y realistas. Principalmente, se reconoció que el recaudo disminuiría y, por esta misma razón, se presentó una disminución en el gasto estimado del Gobierno. Tras estos anuncios, la Curva TES-TF se valorizó. El bono con vencimiento en el 2034 fue el que presentó mayores valorizaciones,

**Héctor Wilson Tovar**

Gerente

wtovar@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1107

**Maria Alejandra Martínez**

Directora

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

**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](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

	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: Investigaciones Económicas Acciones y Valores



# Estados Unidos: ganancias limitadas

Respecto a las tasas de política monetaria, la política de la Reserva Federal se mantiene sin cambios, pero el tono de la reunión fue agresivo, con la proyección mediana del personal ahora esperando solo un recorte de tasas en 2024, en lugar de los tres previstos en marzo. El presidente de la Fed de Minneapolis, Neel Kashkari, comentó el fin de semana que el comité de política necesita ver más pruebas de que la inflación "está bien encaminada de regreso al 2%". Aunque esto reitera una postura anterior, es importante considerar la alta exigencia de esta prueba: un solo dato elevado de precios al consumidor puede desbaratar la idea de desinflación, mientras que se necesitan varias lecturas mensuales consecutivas para demostrar que la inflación está bajando a niveles moderados, lo suficiente como para que la Fed se sienta confiada en reducir las tasas. A esto se le suma que el presidente de la Fed, Jerome Powell, ha señalado que el momento del primer recorte de tasas es crucial para preparar el terreno para reducciones adicionales.

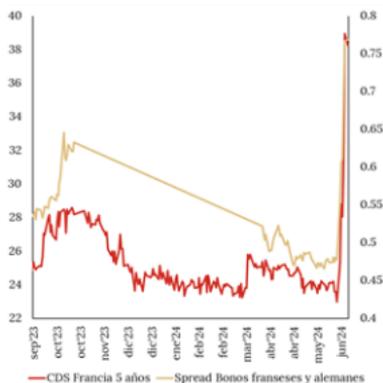
No obstante, en noticias más positivas, el presidente de la Fed, Powell, mencionó que aún son posibles hasta dos recortes de tasas este año, aunque estas proyecciones no son definitivas.

Respecto a una posible recesión, hay dos escenarios posibles para un recorte de tasas por parte de la Fed: una "desinflación inmaculada", donde la inflación disminuye sin afectar negativamente a la economía o el empleo, y un debilitamiento del mercado laboral. Los recientes datos de fuerte crecimiento del empleo apoyan el primer escenario. Para un recorte de tasas en septiembre, es necesario un mayor enfriamiento de la inflación durante el verano; de lo contrario, es probable que el primer recorte se posponga hasta diciembre.

## Francia: Coyuntura política

Los acontecimientos recientes en Francia han resaltado preocupaciones fiscales y políticas. El 31 de mayo, S&P Global Ratings rebajó la calificación crediticia de Francia de AA a AA- debido a un déficit presupuestario mayor de lo esperado. Además, el llamado del presidente Macron a elecciones legislativas anticipadas el 30 de junio y el 7 de julio ha aumentado la incertidumbre política. Esto ha provocado una debilitación de los bonos corporativos franceses, especialmente los emitidos por bancos, y un aumento en los rendimientos de los bonos soberanos franceses en comparación con los bunds alemanes. De hecho, la respuesta del mercado refleja el impacto de las elecciones de 2017.

Gráfica 2.1. CDS Francia 5Y vs. Spread Bonos 10Y Francia-Alemania



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas.  
Nota: Spread eje derecho

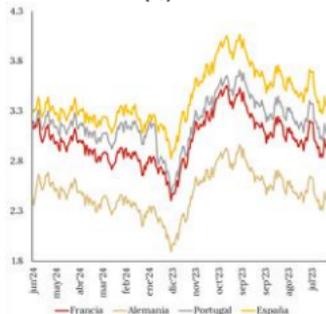
# Francia: Coyuntura política

Como resultado Francia presentó el mayor aumento en los CDS de los países desarrollados la semana pasada. Lo cual ha llevado a que el spread entre bonos franceses y alemanes aumentara en 29 pbs de 55.6 pbs a 77 pbs en los últimos diez días. (Gráfica 2.1) Este nivel es mayor al spread entre Portugal y Alemania, el cual corresponde a 74 pbs y muy cercano al spread entre España y Alemania de 84 pbs. Este nivel es destacable debido a que los bonos franceses se consideran comúnmente como “bonos seguros” y en esta ocasión cotizan en niveles cercanos a los países europeos de la periferia. (Gráfica 2.2).

Las estrategias de inversión de los analistas se han ajustado, con una posición moderadamente sobrepesada en emisores franceses, principalmente en el sector bancario, reduciéndose. Además, se están utilizando derivados de crédito europeos para gestionar la volatilidad.

A pesar de las recientes pérdidas que han afectado a los mercados europeos, algunos funcionarios y estrategas consideran que las caídas son exageradas. Los comentarios de Le Pen sobre su disposición a trabajar con Macron han suavizado los temores, aunque la situación política en Francia sigue generando nerviosismo entre los inversores extranjeros.

Gráfica 2.2 Bonos Eurozona 10Y (%)



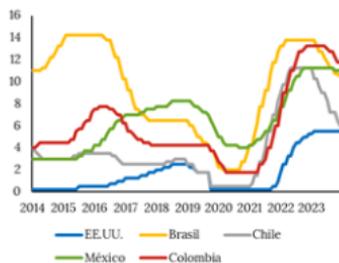
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

La diferencia de rendimiento entre los bonos franceses y los alemanes ha alcanzado su nivel más alto desde 2012, reflejando la continua preocupación por la estabilidad financiera del país.

## Emergentes: TPM

Por otra parte, en cuanto al mercado emergente, en Chile y los países emergentes se pueden empezar a ver limitaciones en las posibles ganancias de los bonos por un corto periodo de tiempo. Esto es debido a que las tasas de LATAM cada vez son menos atractivas en el mercado, dado que el ciclo de recortes de tasas de interés ha avanzado significativamente, mientras que el ciclo no ha iniciado en EE.UU. En especial, Chile ya se encuentra con una tasa muy cercana a la del Banco Central de Estados Unidos, por lo cual podría estar cerca de enfrentarse a un posible piso momentáneo en su política monetaria y unos limitantes en los bonos.

Gráfica 2.3. TPM Latam vs. EE.UU.



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

# Colombia: Marco Fiscal

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2024, realizando ajustes en las proyecciones macroeconómicas. La previsión del PIB para 2024 se elevó de 1.5% a 1.7%, siendo optimista en comparación con la media de analistas de 1.4%. La inflación esperada para fin de año se redujo de 6.0% a 5.3%, alineándose con la expectativa de 5.4% de los analistas. Además, se ajustaron al alza las previsiones del precio del petróleo Brent de USD \$78 a USD \$83 y se estimó una tasa de cambio más baja, de \$3,997 a \$4,317. (Gráfica 3.4)

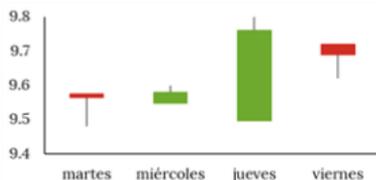
El déficit fiscal para 2024 se incrementó de 5.3% a 5.6%, debido a desajustes en las metas de recaudo tributario y mayores pagos de intereses de la deuda. Se espera que este déficit disminuya a 5.1% en 2025 y que el país logre un superávit fiscal primario en 2027. Además, el Gobierno reducirá el gasto en COP \$20 billones, con recortes de COP \$11 billones en gastos de funcionamiento y COP \$9 billones en inversión, afectando principalmente a los sectores de Hacienda y Trabajo.

El ministro de Hacienda, Ricardo Bonilla, aseguró que se cumplirá la regla fiscal y se busca adelantar las metas del 2026 al 2025, tranquilizando a los mercados. Para financiar el déficit, se incrementó el cupo de colocaciones de TES de COP \$53.4 billones a COP \$63.7 billones en 2024, y se estima un cupo de COP \$60.2 billones para 2025. También se aumentó la proyección de desembolsos externos de USD \$5,500 millones a USD \$5,700 millones en 2024, con planes de buscar USD \$9,000 millones en créditos multilaterales y bonos globales en 2025.

Tras estos anuncios, la Curva TES-TF se valorizó. El bono con vencimiento en el 2034 fue el que presentó mayores valorizaciones, con una disminución en los rendimientos de -19.9 pbs, pasando de la tasa de cierre de ayer de 11.149% a 10.95%. A este lo siguió el nodo de siete años con disminuciones en los rendimientos de -17.5 pbs de 10.752% a 10.577%. La volatilidad de la jornada se mantuvo por encima del promedio de las últimas jornadas y recuperó ligeramente las pérdidas que había tenido la jornada anterior dada la incertidumbre antes de la presentación del MFMP. (Gráficas 3.1, 3.2, 3.3)

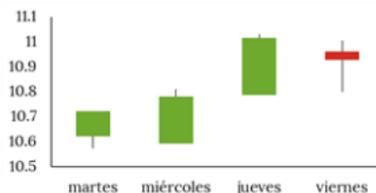
Estas ganancias pueden ser limitadas tras el análisis principal. Puesto que los datos del MFMP reflejan un panorama fiscal desafiante en Colombia.

Gráfica 3.1. TES-TF 2026



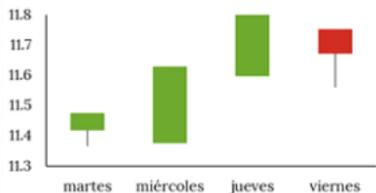
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 3.2. TES-TF 2033



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 3.3. TES-TF 2033



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 3.4. Nuevos supuestos MFMP 2024

Variable	2023	2024		2025	
		PF 2024	MFMP 2024	MFMP 2023	MFMP 2024
PIB real (crecimiento, %)	0.6	1.5	1.7	3.0	3.0
PIB nominal (crecimiento, %)	7.0	6.2	7.1	6.1	5.7
Deflactor (%)	6.3	4.6	5.3	3.0	2.6
Inflación (fin de periodo, %)	9.3	6.0	5.3	3.0	3.2
Inflación promedio (%)	11.5	7.3	6.7	3.0	4.1
Tasa de cambio promedio (COP/USD)	4328	4317	3997	4699	4179
Depreciación promedio (%)	1.7	-0.3	-7.6	2.1	4.5
Tasa de cambio fin de periodo (USD/COP)	3822	4425	4142	4699	4218
Precio del petróleo promedio (Brent, USD/Barril)	82	78	83	72	80
Producción del petróleo (KBPD)	777	749	745	793	763
Importaciones (USD, crecimiento %)	-17.1	0.2	-0.6	3.2	2.5
Balance de cuenta corriente (% de PIB)	-2.5	-2.5	-2.6	-3.3	-2.5

Fuente: MinFacienda - Investigaciones Económicas

## Colombia: deuda privada

La semana pasada, se dieron disminuciones en los rendimientos de las curvas de deuda privada en tasa fija, así como se dieron disminuciones entre el spread de deuda privada y deuda pública. No obstante, las tasas indexadas al IPC y al IBR no mostraron cambios significativos.

A lo largo del año, el bono con mayor tasa en Tasa Fija han sido las emisiones por parte de la compañía UNE EPM Telecomunicaciones S.A. Esto corresponde a la emisión del primer lote de la cuarta emisión de bonos de deuda pública interna según su Programa autorizado. La oferta inicial fue de COP \$100 mil millones, con una posible sobre adjudicación de hasta COP \$60 mil millones adicionales. Se recibieron demandas por COP \$215.27 mil millones y se adjudicaron COP \$160 mil millones, con una relación bid-to-cover de 2.15 veces.

Se detalla el plan de amortización para la Subserie A3, que tiene un plazo de 36 meses y una tasa de corte del 17% E.A., con intereses pagaderos trimestralmente y amortización del capital al vencimiento. La operación fue liderada por Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera, con la participación de otras entidades como agentes colocadores.

Por otro lado Bancolombia anunció los resultados de su oferta pública de adquisición en efectivo para recomprar bonos en circulación. Hasta el 14 de junio de 2024, se recibieron ofertas válidas por 267,421,000 USD de bonos Senior al 3.000% con vencimiento en 2025 y 283,632,000 USD de bonos Subordinados al 6.909% con vencimiento en 2027. La liquidación anticipada está prevista para el 24 de junio de 2024. Además fijó el precio de su oferta pública de bonos subordinados por 800 millones de dólares, con vencimiento el 24 de diciembre de 2034 y un cupón de 8.625% pagadero semestralmente. Los bonos tienen una opción de redención anticipada después de 5 años. Se espera que la emisión se cierre el 24 de junio de 2024. Los recursos se destinarán parcialmente a manejar deuda existente, específicamente los Bonos Subordinados al 6.909% con vencimiento en 2027, y el resto para el desarrollo de su objeto social. Finalmente, anunció que aceptará la compra de todas las ofertas válidas y no retiradas de los Bonos Senior al 3.000% con vencimiento en 2025 y los Bonos Subordinados al 6.909% con vencimiento en 2027. La oferta de compra expirará el 2 de julio de 2024.

# Colombia: Pronósticos TES-TF

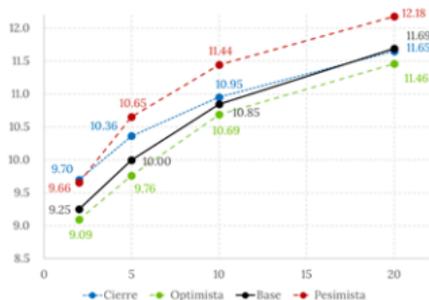
Creemos que para final de junio el empinamiento alrededor de la curva se hará más notable vía riesgo país, aunque la primera reacción de los analistas ante el MFMP fue positiva, los datos a largo plazo muestran un mayor déficit y una inestabilidad financiera. En particular, vemos que la parte corta puede presentar valorizaciones más atractivas y más amplias que las de largo plazo.

No descartamos seguir de cerca la narrativa estadounidense y sus efectos en la renta fija colombiana. Pues, los movimientos del mercado son bastante sensibles a las decisiones de política monetaria de la FED.

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 nodos del 26 y 27. Así mismo, el nodo de 42 años todavía tiene un ligero 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 con la que se debe ser cuidadoso especialmente en el segmento entre los 28s y 34s.

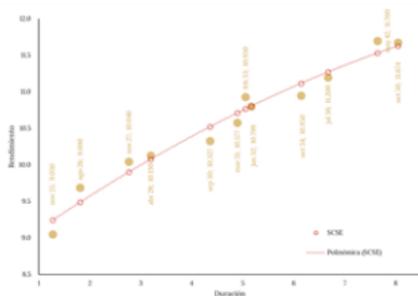
Ahora, los 32's se sitúan en el nivel promedio de desajuste en comparación con el año anterior, por lo cual se encuentran cerca de su valor justo. Por otro lado, los bonos a 30 's aún pueden ajustarse, desvalorizándose ligeramente, pues el nivel actual se encuentra lejos del promedio de desajuste.

Pronóstico curva TES-TF a junio



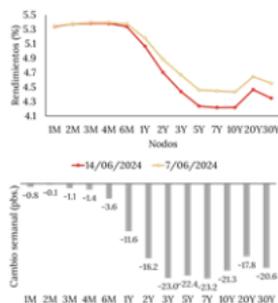
Fuente: investigaciones Económicas

Cálculo valor justo TES-TF



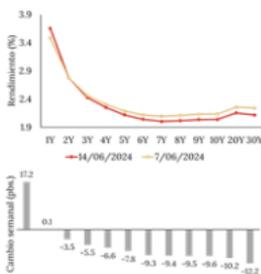
Fuente: Investigaciones Económicas

### Gráfica 6.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



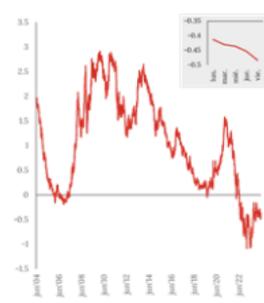
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



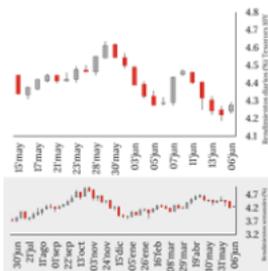
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



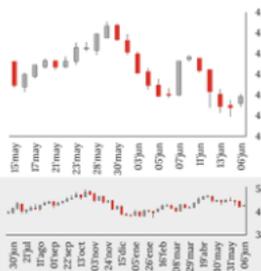
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.4: Evolución rendimiento EE.UU. a 10 años



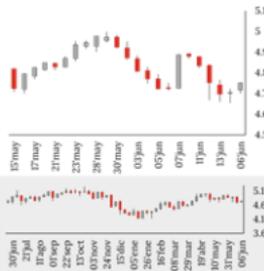
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA  
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas semanales gráfica gris

### Gráfica 6.5: Evolución rendimiento EE.UU. a 5 años



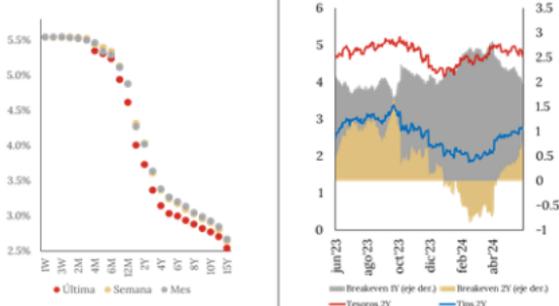
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA  
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas semanales gráfica gris

### Gráfica 6.6: Evolución rendimiento EE.UU. a 2 años



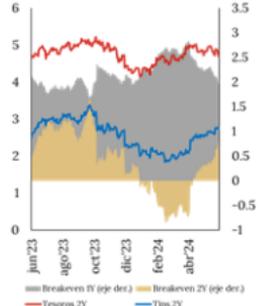
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA  
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas semanales gráfica gris

### Gráfica 6.7: Evolución curva OIS EE.UU.



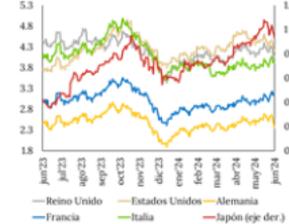
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.8: Breakeven inflation EE.UU.



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.9: Evolución desarrollados nodo 10Y



	UK	EE.UU.	Alemania	Francia	Italia	Japón
07 de junio	4.26	4.43	2.62	3.10	3.56	0.97
14 de junio	4.06	4.22	2.36	3.12	3.93	0.94
Diferencia	-20.59	-21.26	-25.92	2.67	-2.89	-3.30

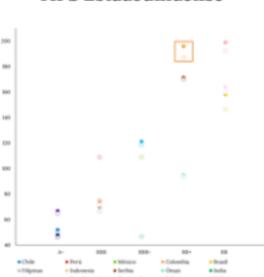
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.10: Evolución emergentes nodo 10Y



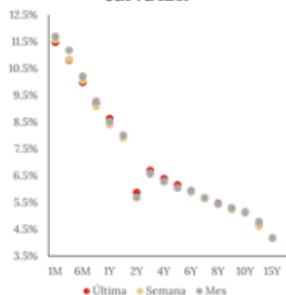
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.11: Evolución curva TIPS Estadounidense



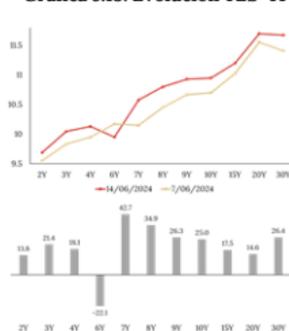
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA  
 Nota: Color sólido corresponde al último dato, color con trans corresponde a hace una semana

### Gráfica 6.12: comportamiento curva IBR



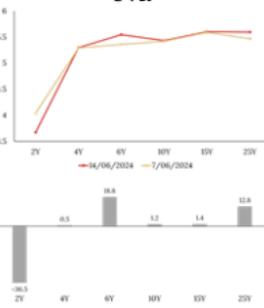
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.13: Evolución TES-TF



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.14: Evolución TES-UVR



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.15: Comportamiento TES-TF



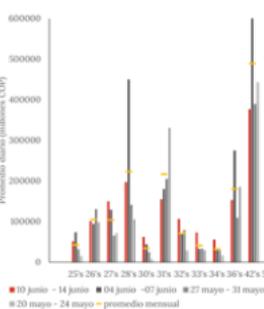
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.16: Comportamiento TES-UVR



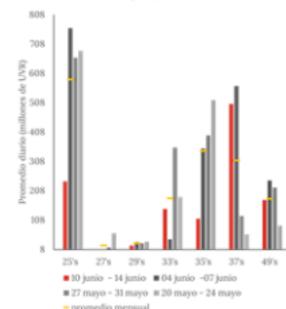
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.17: Volúmenes TES-TF



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

### Gráfica 6.18: Volúmenes TES-UVR



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA



## 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