

PERSPECTIVA SEMANAL DE RENTA FIJA

DEL 02 AL 05 DE JULIO DE 2024

Elaborado por: Investigaciones
Económicas

Wilson Tovar
Gerente
wtovar@accivalores.com

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

Resumen

- Se espera que los rendimientos del Tesoro a largo plazo disminuyan, pero la volatilidad seguirá siendo alta y dependerá de los datos económicos y la incertidumbre. Además, se prevé que la curva de rendimiento del Tesoro tienda a empinarse (Bull Steepener) en el futuro, aunque esto aún no ha ocurrido debido a la situación fiscal de EE.UU.
- Los mercados emergentes se están volviendo más dependientes y reactivos a las condiciones económicas y financieras en Estados Unidos. Los cambios en las tasas de interés y otras políticas monetarias en Estados Unidos podrían tener efectos más pronunciados en los mercados financieros de los países emergentes.
- El jueves, se dio a conocer el informe de Moody's, en el cual se confirma las calificaciones de emisor y deuda a largo plazo de Colombia en Baa2 y la calificación a corto plazo en Prime-2 (P-2), pero cambia la perspectiva de estable a negativa debido a condiciones macroeconómicas desfavorables.

Héctor Wilson Tovar

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

María 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.gonzalez@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%	6,02%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,62%
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%	56,0%
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%	-2,60%
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

Estados Unidos: Economía mixta

La inflación ha disminuido desde su punto máximo, aunque el progreso se estancó en el primer trimestre. En mayo, la inflación del PCE básico reflejó un aumento modesto del 0.1% y una reducción anual del 2.8% al 2.6%. Estos datos respaldan la tendencia de desinflación sugerida por las cifras recientes del IPC y el IPP (Gráficas 1.1). Aunque se observan señales macroeconómicas desinflationarias, aún se necesitan más datos para que la Reserva Federal (Fed) considere bajar las tasas. Sin embargo, estamos en el camino correcto. El crecimiento salarial ha disminuido ligeramente y la tasa de desempleo ha aumentado, pero se espera que el gasto del consumidor persista debido al desempleo cercano a mínimos cíclicos y un crecimiento salarial firme.

Aunque existen factores desinflationarios, como expectativas de inflación estables y ajustes en el mercado laboral, la solidez económica podría retrasar el inicio del ciclo de reducción de tasas de la Fed hasta diciembre. Sin embargo, si los próximos datos laborales muestran un mayor reequilibrio del mercado laboral o signos más claros de desaceleración económica, los riesgos inflacionarios podrían equilibrarse, lo que permitiría un recorte de tasas en septiembre y seguir impulsando al Tesoro a las valorizaciones.

Cuatro bancos centrales de mercados desarrollados, incluyendo el BCE, el Banco de Canadá, el Riksbank y el SNB, ya han comenzado a reducir tasas. Se espera que el Banco de Inglaterra se una a este movimiento en agosto, posicionando a la Fed como una de las últimas en iniciar los recortes. A pesar de este cambio hacia la flexibilización, se espera que el ritmo sea gradual debido a que la inflación excede las metas de la mayoría de los bancos centrales, excepto en Suiza. De hecho, algunos bancos centrales de mercados emergentes han pausado sus ciclos de recorte de tasas debido a presiones inflacionarias causadas por la depreciación de sus monedas y las incertidumbres políticas. Esta pausa o posible retorno a las subidas de tasas también podría darse en Australia, donde un aumento en la inflación anual ha llevado a reconsiderar el cronograma de recortes del RBA, con algunos considerando más aumentos de tasas.

Se espera que los rendimientos a largo plazo disminuyan, pero la volatilidad seguirá siendo alta y dependerá de los datos económicos y la incertidumbre. Además, se prevé que la curva de rendimiento del Tesoro tienda a empinarse (Bull Steepener) en el futuro, aunque esto aún no ha ocurrido debido a la situación fiscal de EE.UU. Hasta mayo de 2024, la deuda se encontraba en USD\$27 billones, frente a los USD\$16 billones de 2019. El aumento continuo de la deuda estadounidense ha reducido ligeramente el atractivo de los rendimientos del Tesoro como bonos seguros. Creemos que la curva podría seguir invertida hasta que la Fed comience a reducir las tasas de política monetaria. Es más, un gran movimiento en el comercio de opciones del Tesoro el viernes sugiere una liquidación que elevará los rendimientos a 10 años hasta el 4.55% para el vencimiento del 23 de agosto. Este flujo incluyó la compra de 13,000 bonos del Tesoro a 10 años de septiembre con precios de 109.00/108.50 a un costo de 1'12. El interés abierto en estas opciones era de 47,837 y 22,791 al cierre del jueves, dejando incierto si la compra fue para establecer una nueva cobertura a la baja o deshacer una posición existente. La prima pagada fue de aproximadamente 15 millones de dólares, con strikes que corresponden a rendimientos a 10 años de cerca del 4.50% y 4.55%.

Las valorizaciones están acotadas por el rango promedio de los Tesoros con dos recortes, situándose el bono a 2 años en un 4.83%. Por el lado optimista, los rendimientos actuales de los cupones son altos, lo que puede compensar las caídas de precios. Los bonos protegidos contra la inflación del Tesoro (TIPS) son una alternativa atractiva para los inversores preocupados por la inflación persistente.

Gráfica 1.1 Evolución económica EE.UU.

Fecha	Nóminas no agrícolas	Pet. Iniciales desemp.	Inflación	PCE	Tesoros	Tasa FED	Prob. recorte en sep.	Prob. recorte en dic.
25/06/2024	238	238			4.457	5.5	5,00-5,25	4,75-5,00
31/05/2024	272	229	0.08	0	4.4985	5.5	5,00-5,25	5,00-5,25
30/04/2024	365	209	0.31	0.25	4.6798	5.5	5,25-5,50	5,00-5,25
31/03/2024	380	222	0.38	0.33	4.2003	5.5	4,75-5,00	4,50-4,75
29/02/2024	236	213	0.44	0.27	4.2502	5.5	4,75-5,00	4,50-4,75
31/01/2024	256	225	0.31	0.48	3.9124	5.5	4,00-4,25	4,25-4,50
31/12/2023	290	198	0.23	0.15	3.8791	5.5	4,00-4,25	
30/11/2023	182	213	0.36	0.09	4.3264	5.5	4,50-4,75	
31/10/2023	165	236	0.06	0.14	4.9307	5.5	4,75-5,00	
30/09/2023	246	236	0.36	0.33	4.5711	5.5	4,75-5,00	
31/08/2023	230	234	0.51	0.1	4.1081	5.5	4,50-4,75	
31/07/2023	184	240	0.21	0.12	3.9588	5.5		
30/06/2023	240	248	0.21	0.17	3.8367	5.25		
31/05/2023	303	231	0.11	0.29	3.6426	5.25		

Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Emergentes: Mayor correlación con los Tesoros

La Gráfica 2.1 muestra tablas de correlaciones entre los bonos a 10 años de varios países (Estados Unidos, Colombia, México, Brasil, Chile y Perú) a lo largo de diferentes períodos de tiempo. A medida que avanzan los años, se observa una tendencia creciente en las correlaciones entre los bonos de los países emergentes y los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Esta tendencia sugiere una creciente sensibilidad de los bonos de los países emergentes (específicamente Colombia) al comportamiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. La interdependencia financiera creciente se evidencia en el aumento progresivo de la correlación, que pasa de un 10% en el primer período a un 41% en el último.

Estos datos reflejan que los mercados emergentes se están volviendo más dependientes y reactivos a las condiciones económicas y financieras en Estados Unidos. Los cambios en las tasas de interés y otras políticas monetarias en Estados Unidos podrían tener efectos más pronunciados en los mercados financieros de los países emergentes. Esto indica una mayor sensibilidad y posible volatilidad en respuesta a los cambios en la política económica estadounidense.

Gráfica 2.1 Matriz de correlación bonos a diez años

Valor	Estados Unidos	Colombia	México	Brasil	Chile	Perú
Estados Unidos						
Colombia	10%					
México	44%	4%				
Brasil	8%	23%	28%			
Chile	8%	16%	19%	17%		
Perú	5%	25%	19%	17%	16%	

Valor	Estados Unidos	Colombia	México	Brasil	Chile	Perú
Estados Unidos						
Colombia	12%					
México	20%	14%				
Brasil	5%	7%	20%			
Chile	24%	13%	7%	1%		
Perú	5%	2%	14%	5%	5%	

Valor	Estados Unidos	Colombia	México	Brasil	Chile	Perú
Estados Unidos						
Colombia	7%					
México	17%	64%				
Brasil	-27%	59%	50%			
Chile	14%	18%	9%	-6%		
Perú	15%	66%	32%	9%	24%	

Valor	Estados Unidos	Colombia	México	Brasil	Chile	Perú
Estados Unidos						
Colombia	26%					
México	49%	38%				
Brasil	12%	9%	19%			
Chile	27%	57%	0%	-10%		
Perú	21%	35%	26%	13%	-7%	

Valor	Estados Unidos	Colombia	México	Brasil	Chile	Perú
Estados Unidos						
Colombia	41%					
México	65%	47%				
Brasil	41%	28%	43%			
Chile	32%	30%	26%	15%		
Perú	34%	34%	31%	14%	42%	

Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Colombia: Disminución perspectiva Moody's

El jueves, pasado se dio a conocer el informe de Moody's, en el cual se confirma las calificaciones de emisor y deuda a largo plazo de Colombia en Baa2 y la calificación a corto plazo en Prime-2 (P-2), pero cambia la perspectiva de estable a negativa debido a condiciones macroeconómicas desfavorables. Las principales razones son un crecimiento económico menor al esperado y altos costos de financiamiento, que complican la gestión fiscal y aumentan el riesgo de deterioro del perfil crediticio del país.

Moody's ha identificado varios factores que justifican el cambio a una perspectiva negativa. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido insuficiente. La inversión fija bruta disminuyó un 9.5% en 2023, representando solo el 17.3% del PIB, por debajo del promedio del 21.1% registrado entre 2013 y 2022. Aunque la actividad económica está mejorando en 2024, la persistente debilidad en la dinámica de inversión podría limitar la recuperación del crecimiento a mediano plazo a un nivel de tendencia del 3%, dificultando la consolidación fiscal en los años 2025-2026.

En segundo lugar, los altos costos de financiamiento siguen ejerciendo una presión significativa sobre las cuentas fiscales. A pesar de que los costos de endeudamiento interno y externo se han reducido desde sus máximos en 2022, siguen siendo considerablemente más altos que los típicos para soberanos con calificación Baa y Ba. Se espera que la carga de intereses supere el 4.5% del PIB en 2024-2025, lo que aumentará el déficit fiscal a más del 5% del PIB.

En tercer lugar, el sentimiento del mercado se ve influenciado por la dinámica política más que por la fortaleza de las instituciones colombianas. Esta percepción negativa podría afectar la confianza de los inversores y, en consecuencia, las perspectivas de crecimiento económico a mediano plazo.

A pesar de los desafíos, Moody's destaca la estabilidad de Colombia gracias a sus instituciones y políticas prudentes. El gobierno ha ajustado el gasto y cumplido con la regla fiscal, implementando recortes de presupuesto y aumentando los precios de los combustibles.

La deuda del gobierno sigue siendo manejable y comparable a la de sus pares con calificación Baa. Moody's también resalta los riesgos ambientales y sociales, como la exposición a riesgos climáticos y las desigualdades de ingresos, pero las instituciones colombianas efectivas han mantenido una política fiscal y monetaria sólida.

La calificación podría mejorar si la consolidación fiscal reduce el déficit y mejora el crecimiento. Podría degradarse si los esfuerzos son insuficientes para estabilizar la deuda o si las políticas macroeconómicas afectan negativamente la confianza de los inversores.

Los posibles efectos de una baja en la calificación en el mercado de renta fija incluyen un aumento de los costos de financiamiento, ya que una calificación más baja puede incrementar los costos de endeudamiento para el gobierno debido a una mayor percepción de riesgo por parte de los inversores. Además, puede haber una reducción en la confianza del inversor, lo que podría llevar a mayores rendimientos exigidos para compensar el riesgo adicional, generando mayor volatilidad en los precios de los bonos. Una calificación más baja también podría restringir el acceso a ciertos mercados de capital, ya que algunos inversores institucionales tienen restricciones en la compra de bonos con calificaciones inferiores. Finalmente, el aumento en los costos de financiamiento y la menor confianza podrían afectar la inversión y el gasto público, repercutiendo en el crecimiento económico y en la estabilidad fiscal del país.

Colombia: Pronósticos TES-TF

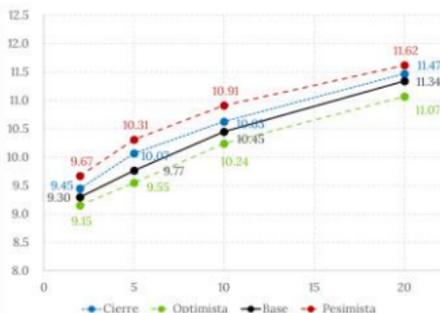
Creemos que, para la próxima semana, el empinamiento en torno a la curva será más evidente debido al riesgo país. Esta semana, hemos observado valorizaciones motivadas por una tendencia sostenida de descenso en los rendimientos en los mercados emergentes, a pesar de la volatilidad. Esto se complementa con la reducción de tasas por parte del Banco de la República y un impulso internacional que esperamos en los bonos del Tesoro.

La incertidumbre sigue presente en los mercados tras el anuncio de Moody's. Esperamos que el empinamiento se mantenga en la curva de TES-TF a medida que el comportamiento del benchmark global revierte parte de los incrementos de tasas registrados durante la semana.

En particular, vemos que la parte corta puede presentar valorizaciones más atractivas y más amplias que las de largo plazo.

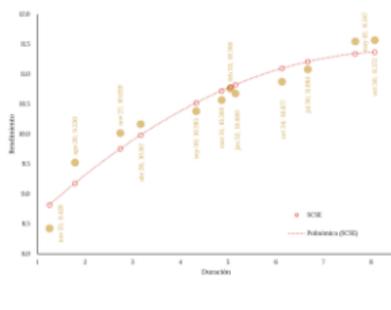
Así mismo, el valor justo de los TES-TF está influenciado por noticias en materia monetaria y fiscal tanto local como internacional. Según el modelo, la curva de rendimientos muestra oportunidades de valorización en los nodos del 26 y 27. Así mismo, el nodo de 42 años todavía tiene un ligero espacio para las ganancias. Sin embargo, en un escenario adverso con un aumento de la prima de riesgo, volatilidad del peso colombiano y depreciación, los TES podrían parecer caros, sugiriendo una desvalorización. Se debe optar por la cautela en el segmento entre los 28s y 36s. Así mismo, con los 25's hay que tener especial precaución, dado que se encuentran alejados de la curva teórica.

Gráfica 4.1: Pronóstico curva TES-TF a junio



Fuente: investigaciones Económicas

Gráfica 4.2: Cálculo valor justo TES-TF



Fuente: investigaciones Económicas

Colombia: deuda privada

La semana pasada, se dieron aumentos en los rendimientos de las curvas de deuda privada en tasa fija (Gráfica 5.1), así como se dieron aumentos entre el spread de deuda privada y deuda pública (Gráfica 5.2). No obstante, las tasa indexada al IPC mostró una reducción, junto con su respectivo spread de deuda privada.

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.

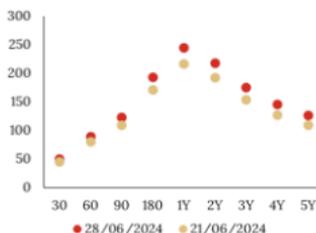
Por otro lado, Moody's revisó a negativa desde estable la perspectiva de cuatro bancos colombianos tras revisar la calificación de Colombia. Los bancos afectados son Bancolombia, Banco Davivienda, Banco de Bogotá y BBVA Colombia. Esta revisión se debe al cambio de perspectiva de la calificación de deuda soberana Baa2 de Colombia a negativa. Todas las calificaciones y evaluaciones de estos bancos fueron afirmadas, pero la perspectiva de sus calificaciones de depósitos bancarios de largo plazo y deuda sénior no garantizada cambió a negativa. Además, las calificaciones de Grupo Aval y Grupo Aval Limited fueron afirmadas, manteniéndose la perspectiva negativa para sus calificaciones de emisor de largo plazo y deuda sénior no garantizada respaldada. Lo cual esperamos que aumente las tasas de negociación en las próximas jornadas.

Gráfica 5.1 Comportamiento semanal curva Tasa fija



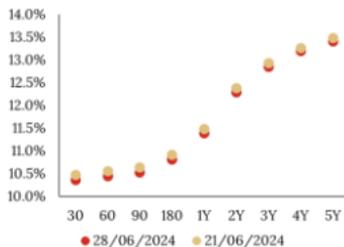
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 5.2. Comportamiento semanal curva deuda privada tasa fija vs. TES-TF



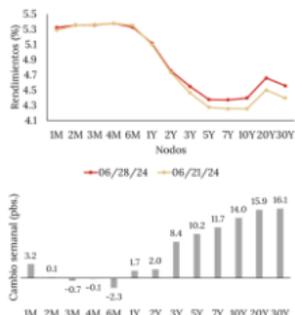
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 5.3. Comportamiento semanal curva deuda privada IPC



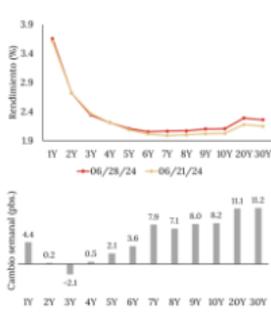
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 6.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



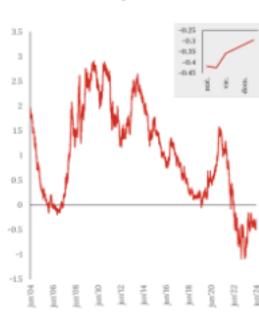
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



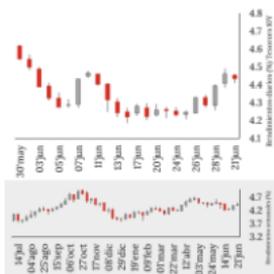
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



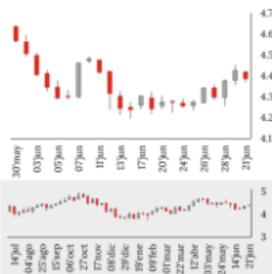
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

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



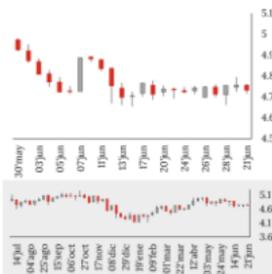
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente / velas semanales gráfica gris

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



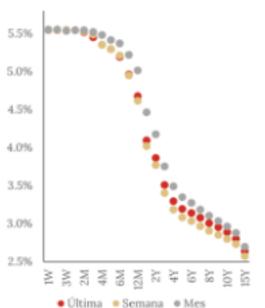
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente / velas semanales gráfica gris

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



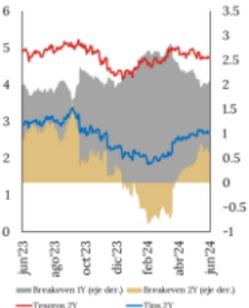
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente / velas semanales gráfica gris

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

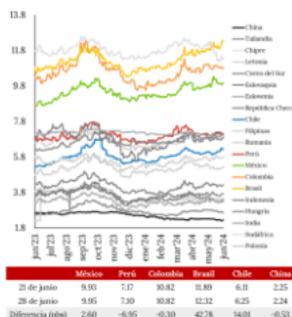
Gráfica 6.9: Evolución desarrollados nodo 10Y



	UK	EE.UU.	Alemania	Francia	Japón
21 de junio	4.08	4.23	2.42	3.18	3.57
28 de junio	4.28	4.46	2.60	3.35	4.00
Diferencia	0.20	0.23	0.18	0.17	0.43

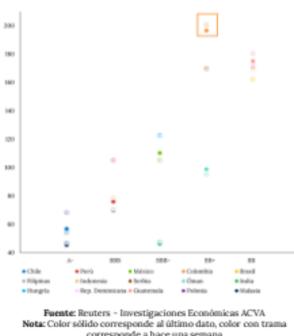
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.10: Evolución emergentes nodo 10Y

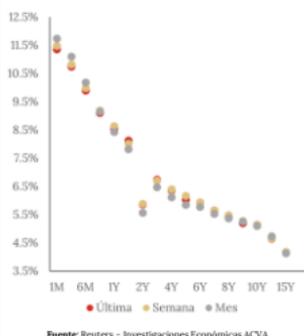


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

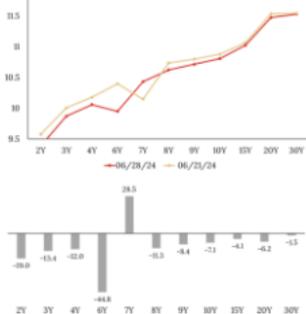
Gráfica 6.11: Evolución curva TIPS Estadounidense



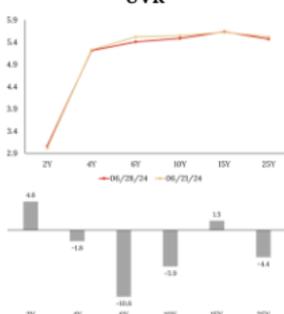
Gráfica 6.12: comportamiento curva IBR



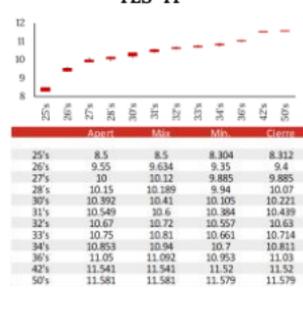
Gráfica 6.13: Evolución TES-TF



Gráfica 6.14: Evolución TES-UVR



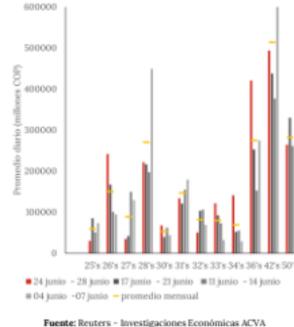
Gráfica 6.15: Comportamiento TES-TF



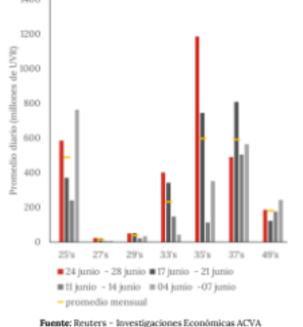
Gráfica 6.16: Comportamiento TES-UVR



Gráfica 6.17: Volúmenes TES-TF



Gráfica 6.18: Volúmenes TES-UVR



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