

PERSPECTIVA MENSUAL DE RENTA FIJA

JULIO DE 2024

Elaborado por: Investigaciones
Económicas

Wilson Tovar
Gerente
wtovar@accivalores.com

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

- El contexto macroeconómico es favorable para el mercado de bonos en los próximos meses. La inflación ha disminuido desde su punto máximo, a pesar de que el progreso se estancara en el primer trimestre. El crecimiento salarial ha bajado y la tasa de desempleo ha aumentado ligeramente. En general, ya se observan algunas tendencias desinflacionarias, aunque se necesitan más datos para confirmarlas y que la Reserva Federal (Fed) se sienta cómoda reduciendo las tasas.
- En junio, los títulos de deuda internacional se valorizaron debido a condiciones financieras favorables, especialmente en economías avanzadas, donde las reducciones recientes de tasas de interés por parte de los bancos centrales y la disminución de la inflación global impulsaron este resultado.
- Creemos que este mes la curva puede presentar valorizaciones en línea con el comportamiento internacional y la senda de flexibilización de tasas de política monetaria por parte del Banrep. No obstante, durante el mes de julio estas valorizaciones serán bastante limitadas y puede persistir la volatilidad hasta que la FED decida bajar sus tasas de política monetaria.

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.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%	1,40%
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%	5,50%
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	-9.100
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

Fuente: Investigaciones Económicas Acciones y Valores

Estados Unidos: Valorizaciones pero con volatilidad

El contexto es favorable para el mercado de bonos en los próximos meses. La inflación ha disminuido desde su punto máximo, a pesar de que el progreso se estancara en el primer trimestre. El crecimiento salarial ha bajado y la tasa de desempleo ha aumentado ligeramente. En general, ya se observan algunas tendencias desinflacionarias, aunque se necesitan más datos para confirmarlas y que la Reserva Federal (Fed) se sienta cómoda reduciendo las tasas.

Dado este panorama, se espera que los rendimientos a largo plazo disminuyan influenciados por un panorama económico más débil. La expectativa de un recorte de tasas en septiembre es del 60%, en línea con la narrativa del mercado. No obstante, se espera que la volatilidad continúe, muy dependiente de los datos económicos y las sorpresas o incertidumbres antes del esperado recorte de tasas por parte de la Fed.

Adicionalmente, el valor relativo y la convexidad favorecen a los bonos del Tesoro de EE. UU. En ausencia de una crisis financiera global o una pandemia, se está desarrollando un ciclo de relajación gradual en las tasas de interés, liderado por Europa. Los bonos del Tesoro de EE. UU. se han abaratado en comparación con las acciones y el crédito, y están bien posicionados para la flexibilización de la Fed o una fase de aversión al riesgo, dada su convexidad. Además, creemos que la curva podría seguir invertida hasta que la Fed comience a reducir las tasas de política monetaria.

Asimismo, se anticipa que la curva de rendimiento del Tesoro tienda a empinarse en el futuro (Bull Steepener), aunque esto aún no ha ocurrido. El empinamiento se espera en gran parte debido a la situación fiscal de EE. UU. en la cual la deuda ha venido incrementándose significativamente en los últimos años. Hasta mayo de 2024, la deuda se encontraba en USD \$27 billones, frente a los USD \$16 billones de 2019.

El aumento continuo y significativo de la deuda estadounidense ha hecho que los rendimientos del Tesoro pierdan ligeramente su atractivo como bonos seguros. De cara a las próximas elecciones, el partidismo político no parece mejorar durante este ciclo electoral, y ninguno de los principales candidatos presidenciales ha mostrado disciplina fiscal, lo que sugiere que los déficits y la oferta del Tesoro seguirán elevados.

Si bien esperamos un mes de valorizaciones, este estará sujeto a mucha volatilidad, incluyendo jornadas de posibles aumentos en los rendimientos debido a la incertidumbre del mercado. No obstante, los rendimientos actuales de los cupones son altos, lo que puede compensar las caídas de precios y atraer a los inversionistas. Adicionalmente, 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	Índice de actividad Económica	Índice de precios al consumidor	Índice de precios al por menor	Índice de precios al productor	Índice de confianza del consumidor	Índice de confianza empresarial	Índice de sentimiento del consumidor	Índice de confianza del consumidor	Índice de confianza empresarial
30/05/2024	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2024	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2024	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2024	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2024	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2023	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2022	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2021	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2020	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2019	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2018	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2017	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/04/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/03/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/02/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/01/2016	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/12/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/11/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/10/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/09/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/08/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/07/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/06/2015	111	104	108	107	101	101	101	101	101
30/05/2015	111	104	108	107	10				

Desarrollados: Incertidumbre por situación política en Francia

El contexto macroeconómico indica un ciclo de relajación gradual en el G7, con la Reserva Federal bajo poca presión para flexibilizar, a pesar de un mercado inmobiliario estancado. Los rendimientos y las curvas globales reflejan signos de desinversión a medida que comienza este ciclo, impulsado por recortes de tasas en Europa y Canadá.

En los mercados desarrollados, la desinflación está en marcha, especialmente en Europa, aunque la inflación de servicios sigue siendo un problema en EE. UU. y el Reino Unido. Además, a pesar del lento crecimiento en Europa y Japón, no se prevén recesiones. Estas señales auguran buenas perspectivas para la renta fija en los próximos meses. En términos de rendimiento del mercado de bonos global, los bonos gubernamentales de Nueva Zelanda y Suecia fueron los más fuertes en el segundo trimestre.

Francia:

El panorama económico de Francia tras las elecciones presenta una situación incierta que debilitará su influencia en la política económica de la UE y su capacidad para apoyar a Ucrania. Después de los malos resultados de su alianza centrista en las elecciones parlamentarias de junio, el presidente Emmanuel Macron convocó a elecciones parlamentarias anticipadas. Las encuestas sugieren que el partido de extrema derecha será la mayor fuerza en la Asamblea Nacional, pero sin alcanzar la mayoría absoluta. Esto podría llevar a un gobierno de cohabitación con un primer ministro del derecha, o un gobierno de izquierda, ambos con promesas de gasto significativo sin claros planes de financiación. Un parlamento fragmentado dificultará la consolidación fiscal y las reformas estructurales necesarias. La situación financiera de Francia ha empeorado, con un déficit fiscal del 5.5% del PIB y una deuda pública que ha crecido al 110% del PIB.

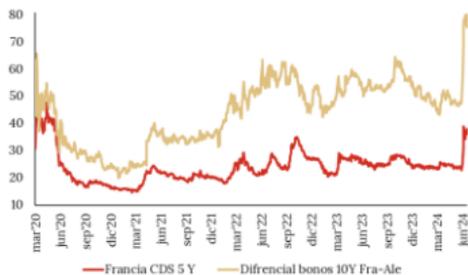
La capacidad del gobierno para reducir el déficit está en riesgo, ya que la extrema derecha y el partido de izquierda proponen aumentos de gasto significativos sin medidas de ajuste fiscal a largo plazo. Esto podría dejar un aumento de las

tasas de interés y una crisis financiera. Además, un enfrentamiento con la Comisión Europea por no cumplir con las reglas fiscales podría resultar en sanciones financieras y una reacción adversa del mercado.

Bajo ciertos escenarios políticos en Francia, como un gobierno liderado por el Rassemblement National o el Nuevo Frente Popular que implemente completamente sus políticas, o la renuncia del Presidente Macron, el diferencial de rendimiento de los bonos franceses a 10 años sobre sus equivalentes alemanes podría ampliarse a más de 100 puntos básicos (pbs). Esto también podría afectar a los bonos italianos, ampliando la diferencia frente a los bonos alemanes por encima de 200 pbs.

Por otro lado, un escenario en el que Macron permanezca en el poder o surja una coalición liderada por tecnócratas podría reducir estos diferenciales para los bonos franceses e italianos. A pesar de la fuerte coyuntura, la confianza en Francia tradicional como activo seguro se mantiene, las expectativas actuales del mercado apuntan hacia un resultado más estable con diferenciales más estrechos, reflejando optimismo respecto a posibles situaciones de bloqueo político o implementación parcial de políticas bajo diferentes escenarios de gobierno.

Gráfica 3.1: Spread entre Francia y Alemania vs. CDS a 5 años de Francia



Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas

Latam: Valorizaciones atractivas en los países

Se ha visto en las últimas semanas que la volatilidad de los mercados emergentes (EM) ha aumentado significativamente en comparación con las de los países G7. Esta mayor volatilidad se debe principalmente a la incertidumbre electoral en varias naciones emergentes.

A pesar de esta volatilidad, las curvas de los países emergentes resultan atractivas a medida que se disminuye el riesgo. Los flujos de inversión de portafolio hacia los mercados emergentes (EM) han registrado siete meses consecutivos en positivo. Según datos preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en mayo ingresaron USD \$5,500 millones. Por tipo de activos, se vendieron acciones por valor de USD \$6,000 millones, mientras que se compraron instrumentos de deuda por un total de USD \$11,500 millones.

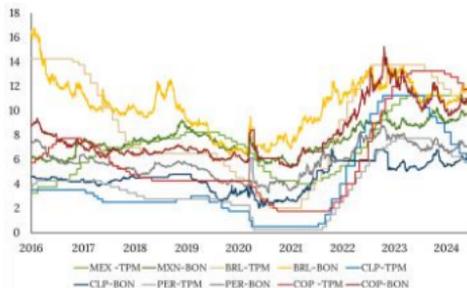
Además, las curvas de rendimiento de los mercados emergentes han mostrado una tendencia a normalizarse, es decir, ya no están invertidas como lo estaban anteriormente. Una curva de rendimiento invertida es aquella donde los rendimientos de los bonos a corto plazo son más altos que los de los bonos a largo plazo, lo que generalmente indica expectativas de una desaceleración económica o recesión. Así, la diferencia entre los rendimientos a 2 años y a 10 años se ha ampliado, volviendo a una estructura de plazo normal. México es la excepción, manteniendo una curva de rendimiento invertida, lo que refleja persistentes incertidumbres económicas y posibles desafíos a corto plazo.

No obstante, este impulso positivo se está empezando a ver limitado. Los diferenciales de tasas de interés en los mercados emergentes, que son la diferencia entre las tasas de interés de los países emergentes y las de los países desarrollados, están disminuyendo.

Esto sugiere que el atractivo relativo de los mercados emergentes en términos de rendimiento adicional por riesgo asumido podría ser menor. Con los diferenciales de tasas disminuyendo, los retornos de las inversiones en emergentes podrían estabilizarse o incluso disminuir. Esto afecta las decisiones de inversión y podría llevar a una reevaluación de las estrategias de carry trade y otras inversiones en mercados emergentes. La reducción moderada del Banco de la República de reducir solo 50 pbs es apropiada dada esta situación, esperamos que estas reducciones se mantengan en esta magnitud hasta que la Fed decida empezar su ciclo de flexibilización, en caso tal, ya sería apropiado tener reducciones de 75 pbs.

En otros emergentes, India presenta posibles valoraciones atractivas debido a su inclusión progresiva en el índice de JP Morgan.

Gráfica 4.1: Tasas de política monetaria y comportamiento rendimientos Latam



Fuente: MiniHacienda - Investigaciones Económicas

Colombia: Empinamiento tras un mayor riesgo país

En junio, los títulos de deuda internacional se valorizaron debido a condiciones financieras favorables, especialmente en economías avanzadas, donde las reducciones recientes de tasas de interés por parte de los bancos centrales y la disminución de la inflación global impulsaron este resultado. Los flujos de inversión extranjera hacia mercados emergentes fueron positivos en mayo, y la información disponible sugiere que estas entradas continuarán, beneficiando principalmente a instrumentos de deuda que ofrecen rentabilidades atractivas y seguridad relativa en un entorno volátil.

La curva de rendimientos de los TES COP mostró una leve baja a pesar del deterioro en la percepción del riesgo país. Los TES UVR también se valorizaron, particularmente en el tramo corto de la curva, mientras que la curva de rendimientos de los TES USD registró valorizaciones con un empinamiento relativamente estable.

Las curvas de deuda pública local se valorizaron en anticipación a que el Banco Central continuara flexibilizando su tasa de política monetaria, y siguiendo la tendencia de los bonos del Tesoro Americano. Este movimiento contrarrestó la incertidumbre generada por la revisión al alza de las proyecciones del déficit fiscal del gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2024 y la expectativa de un aumento en la emisión de TES durante el año. Las curvas de los TES TF y TES UVR se desplazaron a la baja en promedio 17.6 y 25.1 puntos básicos respectivamente.

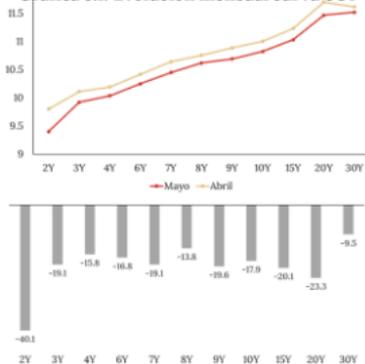
Además, la ampliación del cupo de endeudamiento externo de la Nación en 17,607 millones de dólares a finales de mes ayudó a reducir los temores sobre la capacidad de financiación en moneda extranjera. Sin embargo, la calificadora Moody's redujo la perspectiva de la calificación de Colombia de "Estable" a "Negativa" debido al deterioro de las métricas de deuda y los riesgos económicos, siendo esta la última calificadora bajo la cual el

Acciones & Valores | Investigaciones Económicas

país tenía grado de inversión. No obstante, S&P ya había bajado la perspectiva de Colombia de "Estable" a "Negativa" a inicios del año. Por lo cual, los riesgos asociados a esta perspectiva ya se encontraban en gran parte descontados y no afectaron fuertemente el mercado.

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.

Gráfica 5.1: Evolución mensual curva COP



Fuente: Mini Hacienda - Investigaciones Económicas

Colombia: MFMP 2024 y emisiones de TES

MFMP 2024:

El Gobierno ha presentado cifras reales que podrían llegar a cumplirse, lo que aporta transparencia y confianza. Una de las medidas positivas es el recorte presupuestal, con la reducción del gasto primario en \$30.8 billones debido a un recaudo tributario menor al esperado. Esta acción demuestra la disposición del gobierno para controlar las finanzas del país. Además, la eliminación de litigios de las cuentas fiscales mejora la credibilidad de las cifras, alineándose con las recomendaciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF). Otro aspecto positivo es la disminución de la deuda, cuya estimación para 2024 se ha reducido del 57.0% al 55.3% del PIB, favorecida por la estabilidad de la moneda y el crecimiento económico local.

Sin embargo, también hay aspectos negativos. La DIAN reportó una caída del 4.4% en el recaudo tributario bruto entre enero y mayo de 2024, afectada por una disminución en las cuotas de renta, una menor tasa de cambio y una gestión insuficiente para combatir la evasión fiscal. El próximo dato de recaudo tributario será esencial para evaluar si el recaudo se ajusta a las nuevas proyecciones del gobierno. Además, se proyecta una disminución en los excedentes financieros de Ecopetrol y una incertidumbre en el ajuste de precios del ACPM, lo que plantea retos adicionales en términos de ingresos. Por último, factores como la volatilidad en la política de tasas de la Fed y el Banco de la República, junto con las fluctuaciones en la demanda y producción de petróleo, podrían presionar al alza la tasa de cambio y afectar negativamente el precio del petróleo. Estos supuestos están bastante ajustados, lo que añade un nivel de incertidumbre a la situación económica.

Nuevas emisiones de TES:

En cuanto a las emisiones para financiar el déficit, el cupo de colocaciones de TES para 2024 se incrementó de COP\$53.4 billones a COP\$63.7 billones, un aumento significativo. De esos casi COP \$10 billones de incremento, COP \$3 billones serán de subastas adicionales y COP \$7 en pago al FEPC. Además, se estima que para el 2025 el cupo de colocaciones de TES sea de COP \$60.2 billones. De lado de los desembolsos externos, Hacienda ha incrementado su proyección de USD \$5.500 millones a USD \$5.700 millones para 2024, y buscará USD \$9.000 millones en créditos multilaterales y bonos globales en 2025. A pesar de estos incrementos, el mercado percibe como positivo el mensaje reiterado que ha dado el Gobierno de que no tienen intención de incumplir con la regla fiscal. No obstante, se siguen monitoreando las preocupaciones señaladas en la sección anterior.

Respecto a los COP \$3 billones, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público lanzará un nuevo TES a tasa fija en pesos con vencimiento en 2046, el cual reemplazará en las subastas de largo plazo al bono con vencimiento en 2042. Este lanzamiento se realizará el diez de julio, junto con los otros dos bonos de largo plazo: los TES con vencimientos en 2036 y 2050. Este nuevo TES tendrá un cupón de dos dígitos, aún por definir, que busca compensar las primas de descuento observadas en colocaciones anteriores de bonos a largo plazo como los TES 2050.

Colombia: aspectos generales

Subastas:

En junio de 2024, el promedio del índice bid to cover de las subastas de TES a largo plazo fue de 3.57 veces, una disminución desde las 4.35 veces de mayo. Comparado con el año anterior, este índice se ubicó en 4.03 veces y en 2.93 veces en 2022.

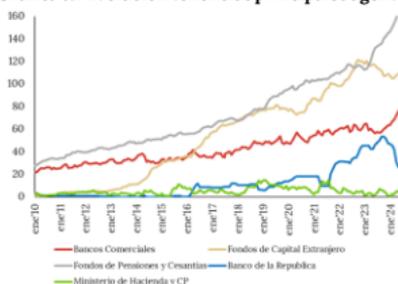
Para los TES en UVR, el bid to cover promedio en junio fue de 4.3 veces, mientras que para los bonos a tasa fija en pesos fue de 2.85 veces.

En 2023, el programa de subastas de TES a largo plazo concluyó en septiembre con una meta cumplida de \$34 billones y una colocación adicional de TES verdes en diciembre por \$1 billón. En 2024 a Junio se ha emitido un total de COP \$30 billones de los COP\$63.7 billones esperados.

Tenedores:

En mayo de 2024, las tenencias de TES aumentaron en COP\$9.76 billones, alcanzando COP\$535.49 billones, continuando la tendencia alcista desde enero. Los principales compradores fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías, los Bancos Comerciales y los Fondos de Capital Extranjero. En contraste, el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República fueron los mayores vendedores. La concentración de mercado en los Fondos de Pensiones, Fondos de Capital Extranjero y Bancos Comerciales se incrementó, representando el 66.85% de las tenencias totales. En términos históricos, la participación de estos agentes se ha mantenido relativamente estable desde 2016.

Gráfica 7.1 Evolución tenencias principales agentes



Acciones & Valores | Investigaciones Económicas

Cupones:

El próximo mes se esperan los siguientes cupones junto con el último pago nominal de los TES-TF con vencimiento en 2024:

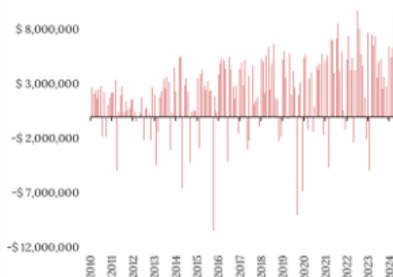
Pago cupones julio

TESCOP 2024	
Fecha	24-jul
Cupón	7.00%
Valor	794 Mil Mill
Nominal	7.94 Bn

TESCOP 2026	
Fecha	16-jun
Cupón	3.75%
Valor	985.7 Mil Mill

Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas

Gráfica 7.2 Cambio tenencias frente a mes anterior



Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas

Colombia: Pronósticos TES-TF

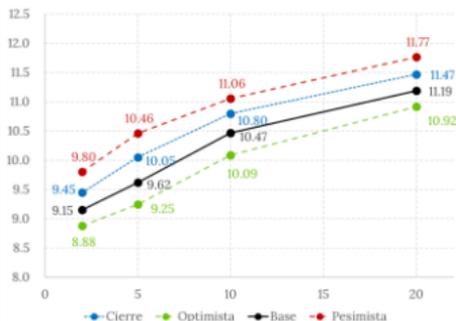
Creemos que este mes la curva puede presentar valorizaciones en línea con el comportamiento internacional y la senda de flexibilización de tasas de política monetaria por parte del Banrep. No obstante, durante el mes de julio estas valorizaciones serán bastante limitadas y puede persistir la volatilidad hasta que la Fed decida bajar sus tasas de política monetaria.

Junto a lo anterior, esperamos que la volatilidad se siga manteniendo debido a los anuncios de las calificadoras de riesgo que tienen una perspectiva negativa en la deuda de Colombia. Esto también podría impulsar a un mayor empinamiento en el largo plazo.

Esperamos que el nodo a dos años se ubique al final del mes en 9.15%, el de cinco en 9.62%, el de diez en 10.47% y el de veinte en 11.19%.

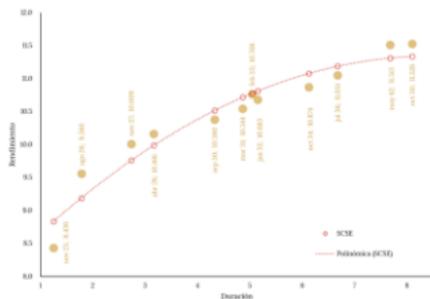
Así mismo, el valor justo de los TES-TF está influenciado por noticias en materia monetaria y fiscal tanto local como internacional. Según el modelo, la curva de rendimientos muestra oportunidades de valorización en los nodos con vencimiento en el 26, el 27, el 42 y el 50. Lo cual podría sugerir un leve aplanamiento de no ser por el bono que vence en el 25 el cual se encuentra caro respecto a su valor justo. Por otra parte, en el tramo medio de la curva, los TES se encuentran cerca de su nivel justo, manteniéndose cerca de su diferencial promedio histórico entre la curva teórica y el valor del TES. Estos sin embargo, pueden ser volátiles dado un panorama con incertidumbre fiscal tanto en Colombia como en EE.UU.

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

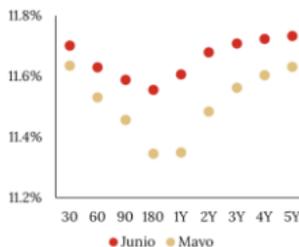
Durante el mes pasado se dieron aumentos en los rendimientos de las curvas de deuda privada en tasa fija (Gráfica 5.1), así como se dieron aumentos entre el spread de deuda privada y deuda pública (Gráfica 5.2). La curva de deuda privada adicionalmente presentó un aplanamiento. No obstante, las tasa indexada al IPC mostró una reducción, junto con su respectivo spread de deuda privada. Mientras que la tasa IBR no mostró variaciones significativas, pero el spread, especialmente para los plazos posteriores a un año, aumentó.

Durante el mes de junio, destacaron las emisiones del Patrimonio Autónomo Troncales Alimentadoras y de Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P., que han colocado títulos de contenido crediticio y bonos de deuda pública interna respectivamente.

El Patrimonio Autónomo Troncales Alimentadoras realizó sus emisiones el 6 de junio de 2024. Esta entidad emitió dos series de títulos de contenido crediticio. La primera, conocida como Serie A, tiene un plazo de 5 años y ofrece una tasa ajustada por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) más un margen, resultando en una tasa efectiva anual del 7.18%. El monto adjudicado para esta serie fue de \$193,102, con una demanda que alcanzó los \$403,406. La segunda emisión, la Serie C, tiene un plazo más extenso de 16 años y una tasa fija del 7.50% efectiva anual. Para esta serie, el monto adjudicado fue de \$15,429, mientras que la demanda total fue de \$20,583. Ambas emisiones fueron intermediadas por Banco Davivienda S.A. y Davivalores S.A.

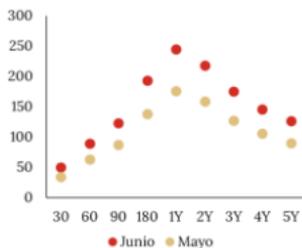
Por su parte, Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. llevó a cabo sus emisiones el 25 de junio de 2024. Esta empresa emitió bonos de deuda pública interna en dos series distintas. La Serie C6, con un plazo de 6 años, presenta una tasa ajustada por IPC más un margen, con una tasa de corte del 5.82% efectiva anual. El monto adjudicado en esta serie fue considerablemente mayor, alcanzando los \$15,000,000, frente a una demanda de \$18,500,000. La segunda serie, la C15, tiene un plazo de 15 años y también está ajustada por IPC más un margen, con una tasa de corte del 6.10% efectiva anual. El monto adjudicado para esta serie fue de \$1,250,000, con una demanda de \$1,750,000.

Gráfica 5.1 Comportamiento semanal curva Tasa fija



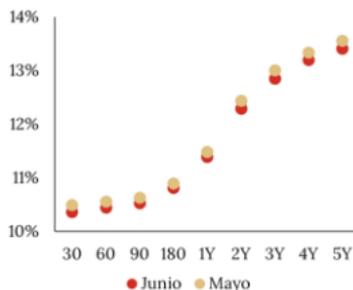
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

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



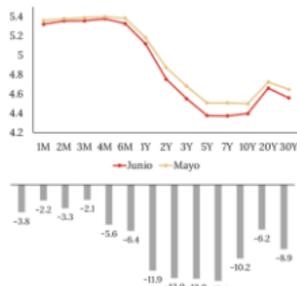
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 5.3. Comportamiento semanal curva deuda privada IPC



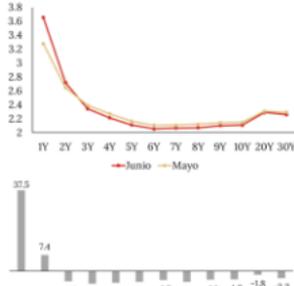
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 6.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



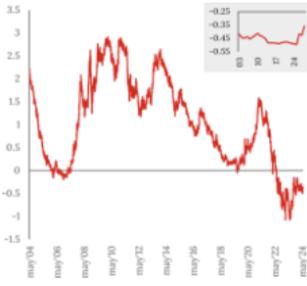
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



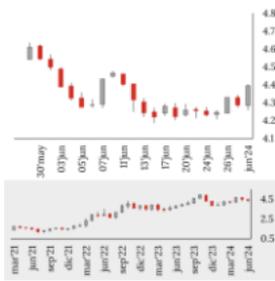
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



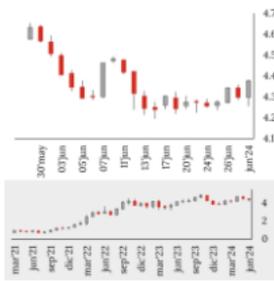
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

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



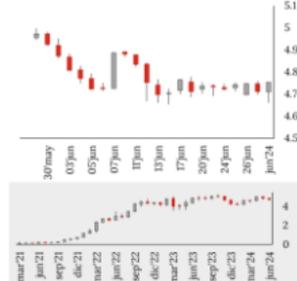
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas semanales gráfica gris

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



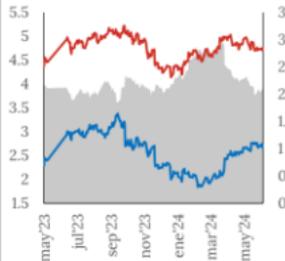
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas semanales gráfica gris

Gráfica 6.7: Evolución curva OIS EE.UU.



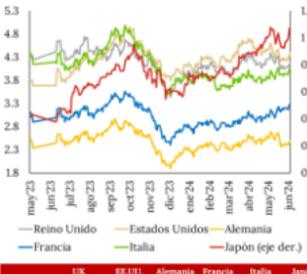
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.8: Breakeven inflation EE.UU.



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.9: Evolución desarrollados nodo 10Y



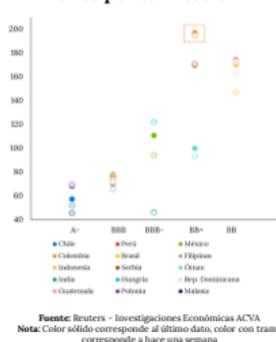
	UK	EE.UU.	Alemania	Francia	Italia	Japón
Mayo	4.32	4.50	2.66	3.34	3.98	1.06
Junio	4.17	4.40	2.50	3.30	4.07	1.05
Diferencia	-14.00	-10.24	-16.00	10.00	9.50	-150

Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

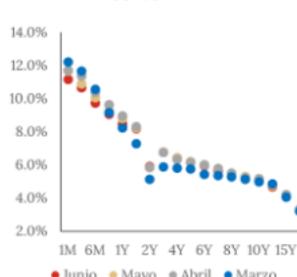
Gráfica 6.10: Evolución emergentes nodo 10Y



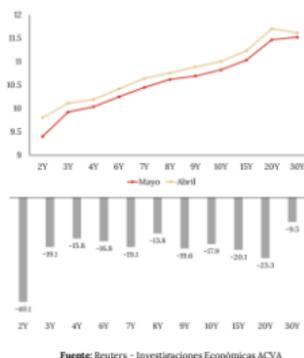
Gráfica 6.11: Evolución CDS a 5 años por calificación



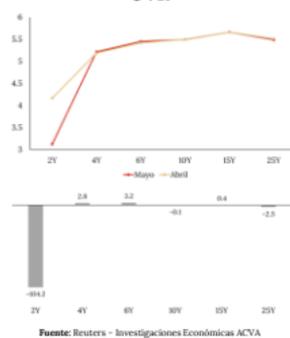
Gráfica 6.12: comportamiento curva IBR



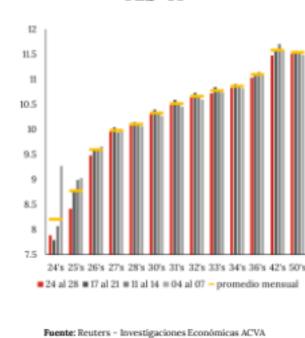
Gráfica 6.13: Evolución TES-TF



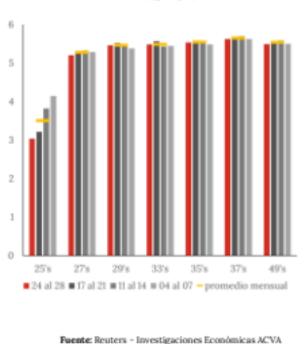
Gráfica 6.14: Evolución TES-UVR



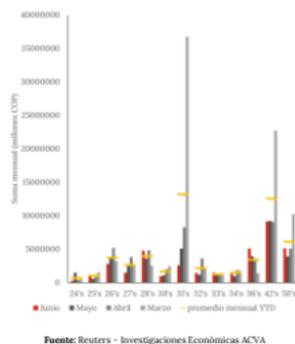
Gráfica 6.15: Comportamiento TES-TF



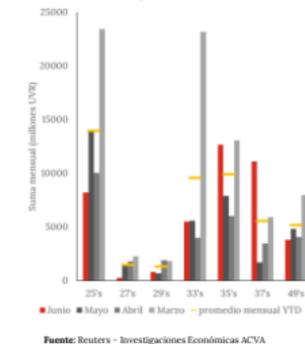
Gráfica 6.16: Comportamiento TES-UVR



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