

PERSPECTIVA SEMANAL DE RENTA FIJA

DEL 29 AL 02 DE AGOSTO 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 bonos del Tesoro estadounidense tuvieron una semana volátil. Los rendimientos a 5 y 10 años en EE.UU. han visto sus medias móviles de 50 días cruzar por debajo de las de 200 días, indicando una tendencia a la baja desde finales de mayo. Las valorizaciones finales de la semana estuvieron impulsadas por datos de inflación que reforzaron las expectativas de una reducción de tasas por parte de la FED en septiembre. De esta forma, el mercado de bonos está en camino de lograr su tercer mes consecutivo de ganancias, la mejor racha desde mediados de 2021.
- Esta semana, se toman importantes decisiones de política monetaria que guiarán el mercado de bonos. Se espera que el Banco de Inglaterra recorte las tasas a 5% el 1 de agosto. Por otro lado, hay incertidumbre en torno a la decisión del Banco de Japón, en la cual algunos analistas esperan que se mantenga la tasa, mientras otros esperan que se suban nuevamente.
- El viernes, se dio a conocer que, en el primer semestre de 2024, el recaudo tributario bruto en Colombia disminuyó 8.3% nominal anual a \$136 billones, según la DIAN. El año anterior, el saldo fue de \$148.3 billones. En términos reales, hubo una disminución anual del 13.5%.

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%	1,80%
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%	6,09%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,72%
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	-8.500
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

1. EE.UU: Valorizaciones y política monetaria

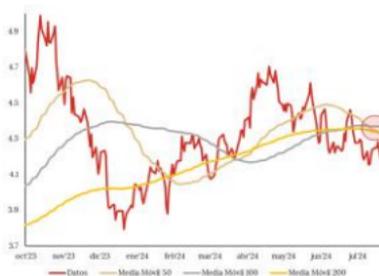
Los bonos del Tesoro estadounidense tuvieron una semana volátil. Los rendimientos a 5 y 10 años en EE.UU. han visto sus medias móviles de 50 días cruzar por debajo de las de 200 días, indicando una tendencia a la baja desde finales de mayo (**Gráfico 1.1**). Las valorizaciones finales de la semana estuvieron impulsadas por datos de inflación que reforzaron las expectativas de una reducción de tasas por parte de la FED en septiembre. De esta forma, el mercado de bonos está en camino de lograr su tercer mes consecutivo de ganancias, la mejor racha desde mediados de 2021.

Esta semana, hay decisión de política monetaria, en donde se espera que el FOMC mantenga unánimemente las tasas en 5.25%-5.50%. En realidad, se espera que comience a reducir las tasas de interés en septiembre, con expectativas de al menos dos recortes de 25 pbs este año. Los datos recientes muestran que la inflación y el mercado laboral están enfriándose, lo que concuerda con la perspectiva de un recorte de tasas. Además, durante la conferencia de prensa de Jerome Powell, presidente de la FED, es probable que se insinúe una reducción en septiembre y, además, que se dé una señal más definitiva en su discurso anual en Jackson Hole. Esta situación será positiva para el mercado de bonos a lo largo de la semana, la cual también será influenciada por la publicación del informe laboral.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que la resistencia del bono a diez años sobre el 4.20% se mantuvo firme incluso con los nuevos datos de PCE y PIB, lo cual evidencia que ya se descontó en gran medida la primera bajada de tasas, por lo cual estas valorizaciones de aquí a septiembre serán limitadas. Así, las valorizaciones de esta semana se podrían mantener cerca del 4.16% y, en un escenario optimista, del 4.07%. Ver un rendimiento debajo al 4.0% lo vemos poco probable en esta semana.

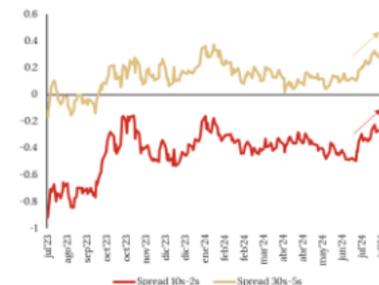
En cuanto al comportamiento de la curva, aunque el mercado está anticipando varios recortes de tasas, puede haber una sobrestimación de los datos, por lo cual los analistas están tomando un enfoque cauteloso antes de los próximos informes económicos. Dado este panorama, si bien se esperan valorizaciones, el spread entre 10 y 2 años y 30 y 5 años se espera que continúe como se ve en la **gráfica 1.2**. De esta forma, la curva de rendimientos se está volviendo menos invertida.

Gráfico 1.1: Evolución curva 10 años



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfico 1.2: Spreads Tesoros



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfico 1.3: Saldo total operativo del Tesoro de EE.UU.



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

1. EE.UU: Valorizaciones y política monetaria

Adicionalmente, los analistas están preparando sus estrategias para el próximo enfrentamiento sobre el techo de la deuda de EE. UU., observando el saldo de efectivo estimado del Tesoro para prever cómo variará la oferta de letras del Tesoro.

El lunes, el Tesoro publicará estimaciones sobre el endeudamiento federal y los saldos de efectivo hasta diciembre, lo que podría indicar cuánto deberá reducir su reserva de fondos antes de que el límite de deuda se reinstaure el 2 de enero. Un mayor saldo de efectivo permitiría mantener la oferta de letras, mientras que un saldo menor requeriría reducir la emisión de letras.

Históricamente, el Tesoro ha reducido su saldo de efectivo antes de la fecha límite para evitar agotar su capacidad de endeudamiento. Sin embargo, una reciente nota del Departamento de Justicia sugiere que el Tesoro podría gestionar su saldo de manera más flexible, aunque no pueda aumentarlo antes de la reinstauración del límite.

Las previsiones de los analistas varían: algunos, como TD Securities, estiman un saldo de \$850 mil millones, mientras que otros, como Societe Generale, anticipan \$550 mil millones. Wrightson ICAP, que inicialmente esperaba un saldo de \$600 mil millones, ahora prevé al menos \$800 mil millones, extendiendo el tiempo disponible para que los políticos lleguen a un acuerdo. Deutsche Bank y otros analistas

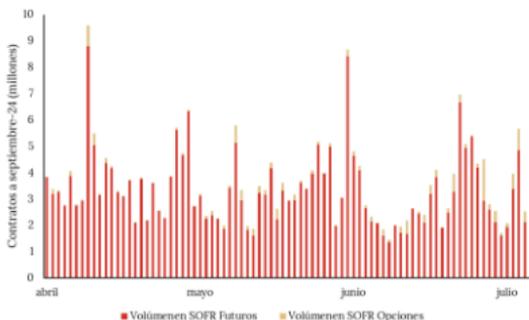
esperan que el saldo sea alrededor de \$650 mil millones, con una posible reducción en la oferta de letras hacia finales de año (**Gráfica 1.3**).

Por otro lado, durante la semana (especialmente el jueves), los volúmenes de futuros y opciones SOFR aumentaron un 46% y un 6%, respectivamente, respecto a los niveles promedio de 20 días. Sin embargo, el riesgo nuevo fue limitado, con pocos cambios en el interés abierto que superaron las 10,000 unidades, según datos preliminares de CME.

En las opciones del Tesoro, el interés abierto en opciones de cobertura al alza de bonos a 10 años aumentó significativamente. En las opciones SOFR de diciembre de 2024, el interés abierto creció en 6,700 contratos en las opciones de compra a 95.4375/95.875, y en opciones de venta a 96.00 de agosto de 2024, aumentó en 13,000 contratos.

En las opciones del Tesoro para septiembre de 2024, el interés abierto subió en 102,000 contratos en las opciones de compra a 112, anticipando una disminución de aproximadamente 15 puntos básicos en los rendimientos de 10 años para el 23 de agosto.

Gráfica 14: Actividad de futuros y opciones SOFR a tres meses



2. Desarrollados: Semana de política monetaria

Esta semana, se toman importantes decisiones de política monetaria que guiarán el mercado de bonos. Se espera que el Banco de Inglaterra recorte las tasas a 5% el 1 de agosto. El comité de política monetaria se inclinaría por un recorte, por la evolución de la inflación. Esto podría llevar a un rally de los Gilds dado el potencial atractivo en materia política y fiscal frente a otros desarrollados como EE.UU. La curva swap a un año ya empieza a evidenciar esta bajada (Gráfica 2.10).

Por otro lado, hay incertidumbre en torno a la decisión del Banco de Japón, en la cual algunos analistas esperan que se mantenga la tasa, mientras otros esperan que se suban nuevamente. Además, se espera que el BoJ comience a reducir la compra de bonos el 31 de julio, con una meta de tasa de política entre 0.15%-0.25%.

En este contexto, los bonos japoneses podrían ser menos atractivos esta semana frente a sus pares desarrollados.

Gráfica 2.1: Comportamiento rendimiento a 10Y de UK vs. Swap a un año



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

3. Emergentes: datos relevantes a la vista

La región estará enfocada en la inflación y la política monetaria, lo cual será el driver local de la región en materia de bonos. En Brasil, se espera que el Banco Central mantenga las tasas de interés en espera de señales importantes en las próximas semanas. En México, se anticipa un crecimiento del PIB del segundo trimestre del 2.7% interanual, reflejando un aumento en la actividad y la demanda interna, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores. En Chile, se espera que el Banco Central baje la tasa de referencia a 5.50%, una medida cautelosa debido a condiciones monetarias ajustadas y un aumento de la holgura económica. En Perú, se anticipa que la tasa de inflación de julio disminuya a 2.2% desde 2.3% en junio, debido a efectos base, aunque la inflación subyacente sigue siendo alta.

Estos datos implican que va a haber presiones mixtas con más fuerzas de desvalorizaciones en las curvas de la región, debido a recortes de tasas pausados e inflación todavía persistente.

Ahora bien, en China, los rendimientos de los bonos a largo plazo han alcanzado mínimos históricos. Esta bajada ha generado especulaciones sobre una posible intervención del Banco Popular de China (PBOC).

El PBOC enfrenta el desafío de equilibrar, por un lado, la prevención de una burbuja de activos y, por otro lado, mantener bajos los costos de endeudamiento para apoyar la recuperación económica. Los costos de financiamiento a corto plazo han disminuido, facilitando la compra de bonos por parte de los operadores, lo que aumenta la demanda. Los analistas sugieren que el PBOC podría comenzar a vender bonos para abordar el desequilibrio en el mercado. A pesar de la bajada en los rendimientos, algunas previsiones apuntan a que el rendimiento de los bonos a 10 años podría aumentar al 2.20%-2.25% más adelante en el año (actualmente se encuentra en 2.15%), por las posibles intervenciones del banco central.

4. Colombia: Continúan riesgos fiscales

El viernes, se dio a conocer que, en el primer semestre de 2024, el recaudo tributario bruto en Colombia disminuyó 8.3% nominal anual a \$136 billones, según la DIAN. El año anterior, el saldo fue de \$148.3 billones. En términos reales, hubo una disminución anual del 13.5%.

A pesar de que la meta anual había sido revisada a la baja en el más reciente Marco Fiscal de Mediano Plazo a \$279.4 billones, el recaudo está por debajo de lo esperado a junio. El desfase va por \$4.8 billones, ya que la proyección en el primer semestre era de \$140.8 billones (**Gráfica 4.1**).

Días antes, la Contraloría había anunciado en un informe que, durante el primer semestre de 2024, los ingresos tributarios de Colombia habían sido de \$126.63 billones, es decir, un descenso de \$15.82 billones en comparación con el mismo periodo de 2023 y un desfase de COP\$9 billones frente a lo reportado por la DIAN. Cabe anotar que, el valor publicado por la Contraloría se obtuvo directamente del Sistema Integrado de Información Financiera (Siif) y no estaba relacionado con un dato oficial de la DIAN. En todo caso, la Contraloría resaltó que los rezagos en el recaudo se ha dado por la disminución en las cuotas de renta e impuestos externos y a la falta de resultados esperados en la reducción de evasión tributaria por parte de la DIAN.

La semana pasada también fue importante por el pronunciamiento del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis), quien comentó que la ley de Financiamiento, que forma parte de la Reforma Tributaria 2.0, tiene como objetivo recaudar COP\$24 billones para completar el financiamiento del Presupuesto General de la Nación de 2025. De hecho, para inversión, el presupuesto de ese año experimentaría una disminución del 18.1% en comparación con 2024, situándose en \$81.8 billones. En el contexto de la elaboración del Presupuesto General de la Nación para 2025, el Gobierno ha reducido su estimación del déficit fiscal a

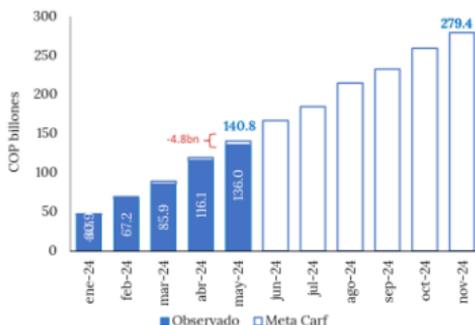
4.7% del PIB en 2025 desde la estimación que se tenía del 5.1%. Según el Gobierno en un documento Conpes, las estrategias del Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2022-2026 compensarán la limitación de ingresos en 2024 y 2025.

Respecto a las emisiones, hasta el 26 de julio de 2024, Colombia ha vendido bonos soberanos por un total de \$6.49 mil millones. Esta cifra representa una disminución del 12% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Del total, \$5.19 mil millones corresponden a bonos en pesos, mientras que la emisión en moneda extranjera ha sido de \$1.3 mil millones, lo que supone una caída del 41% respecto al año pasado.

La comparación con los datos de años anteriores muestra que, hasta la fecha, la emisión en 2024 está en línea con el total anual previsto, mientras que en años anteriores hubo variaciones significativas en los montos emitidos y en la proporción entre emisión en moneda extranjera y en pesos.

La situación fiscal va a seguir presionando el empinamiento en la curva de bonos. El riesgo persiste especialmente en el largo plazo.

Gráfica 4.1: Recaudo tributario 2024



Fuente: DIAN, CARF - Investigaciones Económicas

5. Colombia: Pronósticos TES-TF

La semana pasada, la curva de TES-TF presentó un mayor empinamiento como esperábamos, los nodos de corto plazo se valorizaron, mientras los de mediano y largo plazo se desvalorizaron. Los cambios en promedio de toda la curva fueron de 0.93 pbs. El nodo de dos años presentó las mayores valorizaciones siendo estas de -14.25 pbs, pasando de 9.109% a 8.966%. Por otro lado, el nodo de treinta años perdió 9.45 pbs, pasando de una tasa de 11.483% a una tasa de 11.67%. En la semana, el mercado reaccionó a los datos de PCE e IPC estadounidense, y a los datos locales en materia tributaria.

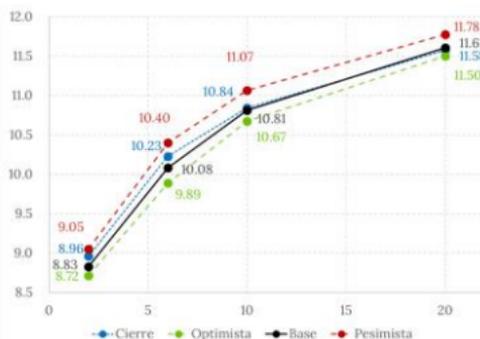
El spread Colombia 10s2s continúa elevado y esperamos que suba un poco más. Lo anterior porque esperamos que el Banco de la República reduzca las tasas de interés en 50 pbs, lo cual beneficiará la parte corta de la curva, mientras que la parte larga se seguirá viendo presionada por los riesgos fiscales (Gráfica 5.1).

Ahora bien, esperamos que las ganancias en la parte corta sean bastante limitadas esta semana, debido a que los valores justos de los nodos del 2025 y del 2026 se encuentran cerca al valor teórico. Además, las valorizaciones han sido significativas durante el último mes, llegando a -43.5 pbs en el nodo de 2 años (2026), por lo cual el espacio de ganancias puede empezar a limitarse.

Siguiendo con el cálculo del valor justo de la curva, vemos más baratos los nodos del 2027 y del 2028, por lo cual esperaríamos oportunidades afinadas a esos nodos. Mientras tanto, la parte media (de los 30's a los 36's) se encuentra presionada según este cálculo (Gráfica 5.2). Dado el panorama de alta volatilidad, los 36 podrían valorizarse por su alta liquidez, no obstante, la cautela es necesaria en este tramo.

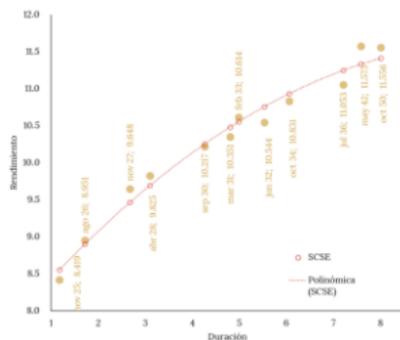
Esta semana, el impulso internacional seguirá siendo relevante, especialmente con el discurso de Jerome Powell y el informe de mercado laboral de EE.UU en la mira.

Gráfica 5.1: Pronóstico semanal curva TES-TF



Fuente: Investigaciones Económicas

Gráfica 5.2: Cálculo valor justo TES-TF



Fuente: Investigaciones Económicas

6. Colombia: deuda privada

La semana pasada, se dieron disminuciones importantes en los rendimientos de la curva de tasa fija a lo largo de los nodos. De igual forma, los rendimientos de las tasas indexadas al IBR e IPC disminuyeron (**Gráfica 6.1**).

Respecto a los spreads, estos disminuyeron en casi todas las referencias, siendo la única excepción los nodos anexados al IPC frente a los TES-UVR para plazos mayores a un año (**Gráfica 6.2**).

Esperamos que los bonos indexados a la tasa IBR y al IPC sigan siendo atractivos para el mercado. Esto se debe a que las expectativas de inflación se mantienen elevadas, lo que ha hecho que las tasas ligadas al IPC sean más interesantes a largo plazo. Además, todavía hay un amplio margen para corregir la inflación. Al mismo tiempo, un ciclo de recortes de tasas más lento hace que las tasas IBR sean más atractivas a corto plazo, recordando que esta semana se toma decisión de Política Monetaria. Por tanto, el volúmen en tasa IBR se puede mantener elevado.

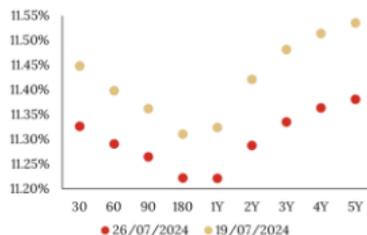
Por otro lado, la Tasa Fija se mantiene atractiva en el mediano plazo, de uno a tres años, debido al riesgo de reinversión, pues en ese plazo las tasas bajarán significativamente.

La deuda privada luce más segura que la deuda pública ante los altos niveles de volatilidad en la deuda gubernamental, lo cual se refleja en las disminuciones de los spread. No obstante, se ha visto una disminución significativa en los volúmenes de deuda privada durante los últimos meses frente al año anterior (**Gráfica 6.3**).

Por otro lado, Banco de Bogotá emitió bonos sostenibles por hasta \$500 mil millones, recibiendo una demanda de \$1.14 billones, lo que representa una sobredemanda de 2.87 veces. Estos fondos se utilizarán exclusivamente para financiar proyectos del Portafolio Social y Verde del banco, cumpliendo con los criterios de elegibilidad de los Bonos Sostenibles.

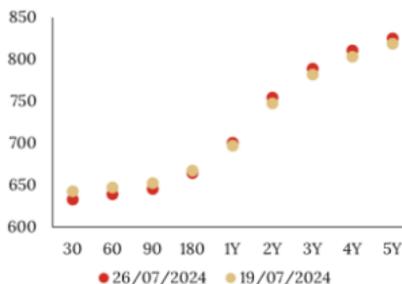
En la subasta realizada el 25 de julio, se adjudicaron \$282,180 millones de la serie E, subserie E10, a una tasa fija de 10.45% anual y \$217,820 millones de la serie E, subserie E16, a una tasa fija de 10.38% anual.

Gráfica 6.1 Comportamiento semanal curva Tasa fija



Fuente: PIP - Investigaciones Económicas

Gráfica 6.2. Comportamiento semanal curva deuda privada IPC vs. TES-UVR



Fuente: PIP - Investigaciones Económicas.

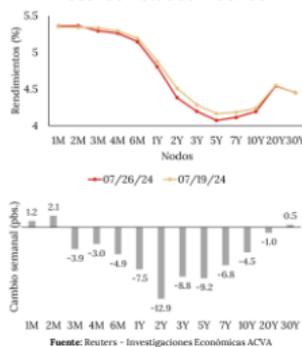
Gráfica 6: Volúmenes negociados hasta el momento por mes



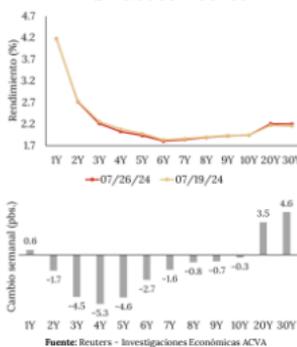
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas. Cifras en billones. Julio, datos hasta el 23.

6. Global: variaciones semanales

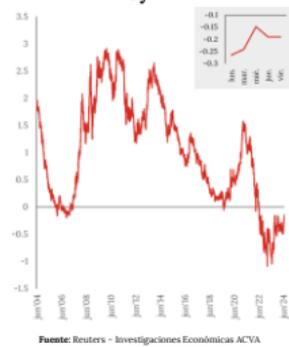
Gráfica 6.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



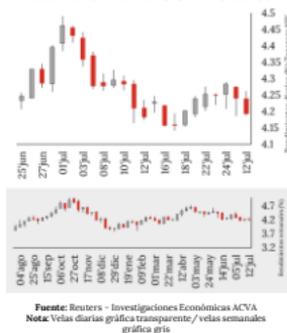
Gráfica 6.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



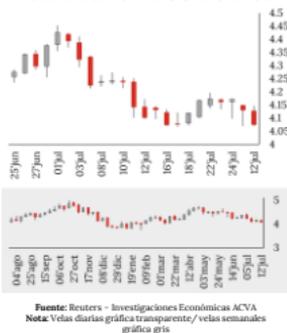
Gráfica 6.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



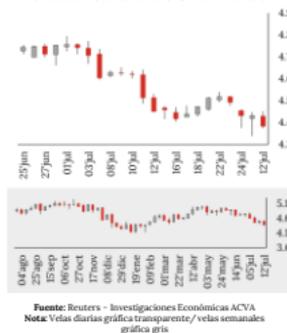
Gráfica 6.4: Evolución rendimiento EE.UU. a 10 años



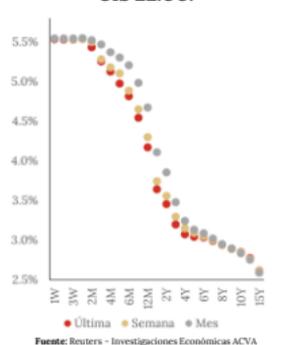
Gráfica 6.5: Evolución rendimiento EE.UU. a 5 años



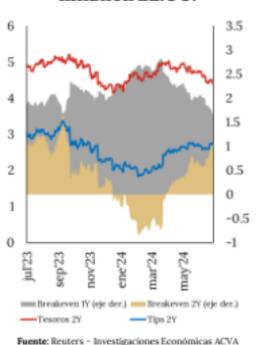
Gráfica 6.6: Evolución rendimiento EE.UU. a 2 años



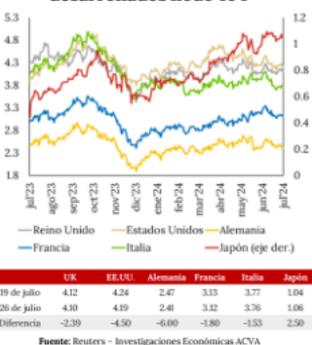
Gráfica 6.7: Evolución curva OIS EE.UU.



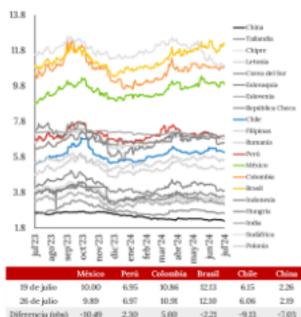
Gráfica 6.8: Breakeven inflation EE.UU.



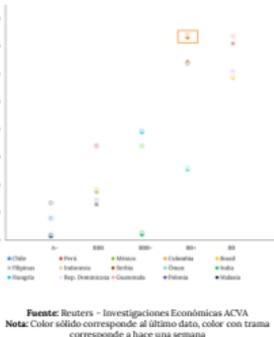
Gráfica 6.9: Evolución desarrollados nodo 10Y



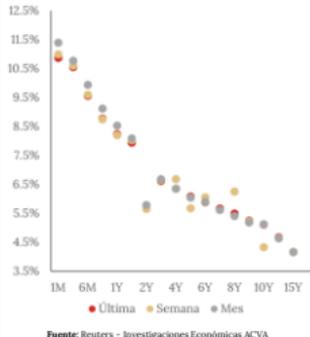
Gráfica 6.10: Evolución emergentes nodo 10Y



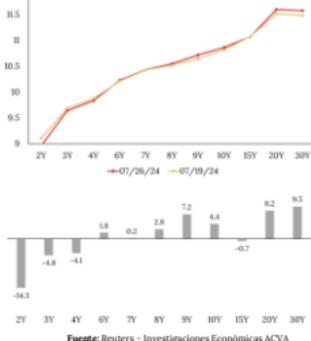
Gráfica 6.11: Evolución CDS a 5 años por calificación



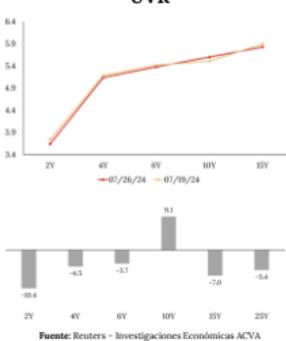
Gráfica 6.12: comportamiento curva IBR



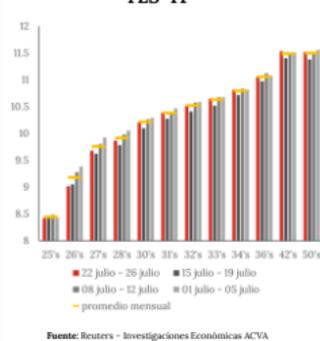
Gráfica 6.13: Evolución TES-TF



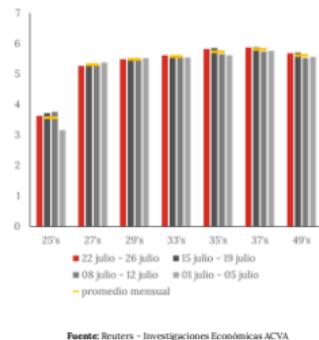
Gráfica 6.14: Evolución TES-UVR



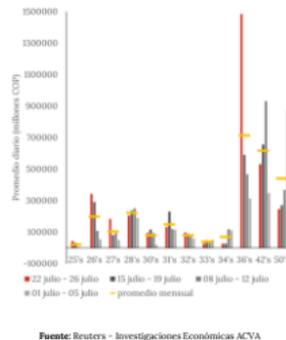
Gráfica 6.15: Comportamiento TES-TF



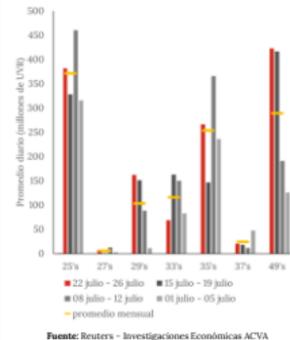
Gráfica 6.16: Comportamiento TES-UVR



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