

PERSPECTIVA MENSUAL DE RENTA FIJA

OCTUBRE DE 2024

Elaborado por: Investigaciones
Económicas

Wilson Tovar
Gerente
wtovar@accivalores.com

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

- El reciente recorte de tasas por parte de la Reserva Federal ha aumentado las probabilidades de un aterrizaje suave para la economía de Estados Unidos, reduciendo las expectativas de una recesión. En este contexto, el spread del Tesoro a dos frente a diez años ha mostrado un empinamiento acelerado, reflejando la anticipación de futuros recortes, a medida que el crecimiento económico sigue siendo sólido.
- Tras movimientos de valorización en la zona euro, más limitados frente a EE.UU., tenemos una visión constructiva sobre el mercado europeo, aunque señalamos posibles divergencias entre países como Alemania y Francia.
- La mayoría de las curvas de los emergentes presentaron movimientos tipo “bull steepening”, en línea con los bonos soberanos estadounidenses.
- En Colombia, los TES en septiembre mostraron un buen desempeño, impulsados por un entorno externo favorable y el retorno de la inflación a niveles más bajos. Aunque los volúmenes de negociación disminuyeron ligeramente a COP\$3.2 billones en SEN, la demanda de inversionistas locales se mantuvo sólida, favorecida por condiciones globales favorables para la renta fija.

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

Analista de divisas
laura.fajardo@accivalores.com

Natalia Toloza Acevedo

Practicante
natalia.toloza@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%	11,0%
Inflación (var.anual %, fin de periodo)	3,81%	1,62%	5,60%	13,13%	9,28%	5,96%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,63%
Tasa Banrep (tasa, fin de periodo)	4,25%	1,75%	3,00%	12,00%	13,00%	8,50%
IBR Overnight nominal (tasa, fin de periodo)	4,11%	1,70%	2,91%	11,14%	12,26%	8,00%
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%	58,0%
Balance comercial (USD millones, total)	-10,782	-10,130	-15,259	-14,331	-9,902	-8,000
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	4080
Precio de petróleo (USD por barril, promedio)	64,3	42,0	80,9	100,9	82,49	83,0

Fuente: Investigaciones Económicas Acciones y Valores

Preocupaciones fiscales: próximos drivers de la curva

EE.UU. poco optimismo en la parte larga:

El reciente recorte de tasas por parte de la Reserva Federal ha aumentado las probabilidades de un aterrizaje suave para la economía de Estados Unidos, reduciendo las expectativas de una recesión. En este contexto, el spread del Tesoro a dos frente a diez años ha mostrado un empinamiento acelerado, reflejando la anticipación de futuros recortes, a medida que el crecimiento económico sigue siendo sólido.

El movimiento en la curva "*bull steepening*" inició luego de la publicación del informe de empleo de julio, pero, la reducción de tasas por parte de la Fed ha sido clave para afianzar este movimiento. Desde la última reunión de la Fed, el rendimiento a dos años ha caído 6 pbs, mientras que el de diez años ha subido 5 pbs, lo que refleja una menor preocupación por una desaceleración económica y expectativas de una política monetaria más flexible. Aunque históricamente el fin de la inversión en la curva ha sido un indicador de recesión, en esta ocasión no prevemos una recesión inminente, por lo cual vemos limitada la demanda del Tesoro a diez años como activo de refugio.

A pesar de la normalización del spread 2s10s, los bonos a tres meses aún ofrecen un rendimiento superior al de diez años, una tendencia que probablemente persista mientras la Fed continúe recortando tasas. Esto nos lleva a ver atractivo en los *T-bills*, ya que esperamos que este diferencial regrese a niveles positivos en los próximos meses con los ajustes de tasas.

En los rendimientos de los títulos de largo plazo, las valorizaciones parecen estar limitadas por la incertidumbre en torno a las elecciones. Si bien las elecciones generalmente no tienen un impacto duradero en los mercados financieros, las diferencias entre los programas de los candidatos generan ciertos riesgos. Ninguno de los candidatos parece interesado en reducir el déficit fiscal, y se prevé que Trump, de ser elegido, aumente el gasto público, lo que ejercería presión sobre los bonos del Tesoro, más sensibles a los riesgos fiscales. En este escenario, no vemos incentivos para que los inversionistas aumenten la duración en la curva, lo que probablemente mantendrá el empinamiento en el corto plazo.

Acciones & Valores | Investigaciones Económicas

Europa con más potencial de valor:

Tras movimientos de valorización en la zona euro, más limitados frente a EE.UU., tenemos una visión constructiva sobre el mercado europeo, aunque señalamos posibles divergencias entre países como Alemania y Francia. Aunque el Banco Central Europeo ha comenzado a reducir tasas, consideramos que su reacción ha sido tardía y requerirá recortes eventualmente más agresivos para evitar una recesión económica. En octubre, esperamos una mayor valorización en los títulos de los países de la Eurozona. No obstante, no somos constructivos en el entorno de Francia debido a un deterioro en su déficit fiscal, lo que podría afectar la confianza de los inversores extranjeros.

En el Reino Unido, la curva se han mantenido estable, reflejando la cautela del Banco Central de Inglaterra para acelerar su ciclo de recortes en un entorno económico mixto. Lo anterior ha mantenido a la curva invertida. Debido a la falta de movimiento no vemos un atractivo particular en los Gilts.

Entorno favorable en Latam:

La mayoría de las curvas de los emergentes presentaron movimientos tipo "*bull steepening*", en línea con los bonos soberanos estadounidenses. En América Latina, la percepción de riesgo-país se deterioró ligeramente en septiembre, con un aumento promedio de 11 pbs en los CDS a 5 años, aunque estos siguen por debajo de los promedios del año anterior. Además, los flujos de inversión hacia mercados emergentes, exceptuando China, han sido positivos durante tres meses consecutivos, con entradas de USD\$31,000 millones en agosto y un promedio preliminar de USD\$36,100 millones en el tercer trimestre de 2024. Esto contrasta con las salidas de USD\$5,600 millones en el segundo trimestre. Por otro lado, en América Latina, las inflaciones implícitas muestran que se espera que los recortes de tasas de interés continúen, exceptuando a Brasil. Por lo cual, vemos un entorno favorable en la región en el mes de octubre.

Colombia: valorizaciones limitadas en la parte larga

En Colombia, los TES en septiembre mostraron un buen desempeño, impulsados por un entorno externo favorable y el retorno de la inflación a niveles más bajos. Aunque los volúmenes de negociación disminuyeron ligeramente a COP\$3.2 billones diarios en SEN, la demanda de inversionistas locales se mantuvo sólida, favorecida por condiciones globales favorables para la renta fija.

El tramo corto de la curva TES-TF se sigue beneficiando de la reducción en las expectativas de inflación, las proyecciones de menores tasas por parte del Banco de la República y el menor Outstanding. La inflación de agosto sorprendió con una variación del 0%, frente al 0.2% esperado, y la rápida resolución del paro transportador limitó el impacto del ACPM en la inflación. Esto permitió erradamente que los analistas una aceleración en los recortes de tasas por parte del Banco de la República en las reuniones que quedan del año.

Los rendimientos de la parte larga de la curva no tuvieron un desempeño tan dinámico como el corto plazo debido a que resurgieron preocupaciones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. El déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) en lo acumulado del 2024 alcanzó el -3.3% del PIB en el primer semestre de 2024, el mayor déficit registrado en esos mismos seis meses desde 2004. Esto fue debido a un aumento del gasto público del 21.3% y una disminución de los ingresos del 3.9%. Además, el balance fiscal primario se situó en -0.9% del PIB, cercano al límite impuesto por la Regla Fiscal.

Junto a lo anterior, una eventual no adjudicación del proyecto de Ley de Financiamiento podría complicar la convergencia de la deuda neta al ancla de la Regla Fiscal. Esto es debido a que el Congreso no llegó a un acuerdo sobre el monto del PGN para 2025, lo que deja al Gobierno con la necesidad de aprobar COP\$523 billones por decreto después del 20 de octubre, de los cuales COP\$12 billones dependen de la Ley de Financiamiento. No obstante, se señala que si se aprueba el Presupuesto de 2025 y se presenta una demanda ante la Corte Constitucional, el decreto podría ser declarado inexecutable.

A pesar del riesgo, en comparación con otros mercados emergentes, la relación riesgo-rentabilidad de Colombia ha mejorado en el último mes. La tasa real ex post de los TES a 10 años subió a 3.65%, pero se mantiene por debajo del promedio. Cabe resaltar que los TES colombianos siguen siendo menos competitivos frente a los de Sudáfrica y Brasil, que ofrecen mayores rendimientos reales.

En relación con las operaciones del Minhacienda, en agosto, el Gobierno redujo la cantidad de TES 2025 en circulación en COP\$4.3 billones, lo que llevó a una valorización en los bonos de 2025 de 125 pbs. Via spread, los UVR también mostraron una reducción en los con vencimiento en 2025, cuyo rendimiento disminuyó 39 pbs hasta 1.63%. Lo anterior, junto con que las inflaciones implícitas en el mercado de TES continuaron con una tendencia bajista, lo cual representa oportunidades atractivas en el corto plazo.

Para octubre, se proyectan niveles objetivo del 8.01% para los bonos a dos años y del 10.83% para los bonos a veinte años, lo que también sugiere que la curva TES COP seguirá empujándose. Las mejores oportunidades se identifican en el tramo medio de la curva TES-TF, con diferenciales atractivos respaldados por expectativas de menores tasas de interés e inflación. Los TES de mayor duración presentan menores márgenes de valorización debido a un posible deterioro en la percepción de riesgo-país.

Finalmente, en el ámbito de la deuda privada, durante el mes se dieron variaciones bastante alrededor de las curvas, no obstante, el spread se mantuvo estable exceptuando las indexadas al IPC. En el mes, esperamos que las curvas se valoricen, dado el spread elevado que mantienen frente a la deuda pública.

En Conclusión, las condiciones financieras globales continúan mejorando para los mercados de renta fija, con rendimientos atractivos a corto plazo y márgenes de valorización limitados en el largo plazo. Las lecturas de inflación y las decisiones del Banco de la República serán cruciales para los títulos de corto plazo, mientras que el debate sobre el Presupuesto General de la Nación y las métricas fiscales seguirán influyendo en el extremo largo de la curva.

Deuda:

Finalmente, el recaudo tributario acumulado hasta agosto fue de COP\$178.6 billones, reflejando un cumplimiento del 69.3% de la meta y una caída del 9.3% en comparación con el año anterior. La ejecución del Presupuesto General de la Nación al mismo mes fue del 48.3% de la meta, un ritmo ligeramente inferior al de 2023.

El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep mostró un incremento de COP \$21.8 billones hasta el 20 de septiembre. Sin embargo, esta cifra es considerablemente menor a los COP\$47.2 billones acumulados en el mismo periodo de 2023.

En cuanto a las subastas de TES, se cumplieron el 91.9% de las metas de colocación, con tasas de corte en TES COP promediando 10.53%. La deuda bruta del Gobierno Nacional Central alcanzó COP\$960 billones, representando el 57% del PIB. Además, el 20 de octubre el Presupuesto para 2025 pasará por decreto.

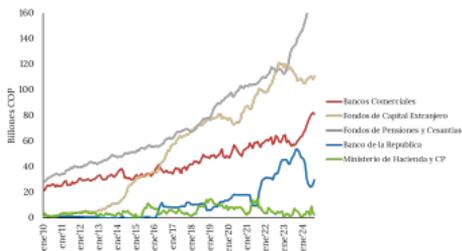
Tenedores:

En agosto de 2024, las tenencias en TES aumentaron en COP\$9.2 billones respecto al mes anterior, alcanzando un total de COP\$559.16 billones, marcando un crecimiento del 4.35% en promedio. En comparación con julio de 2023, se observa un aumento de COP\$67.34 billones, destacando un sentimiento de compra positivo. El Banco de la República fue el mayor comprador del mes, adquiriendo COP\$3.28 billones, lo que elevó sus tenencias a COP\$29.89 billones, un aumento del 12.33%.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías incrementaron sus tenencias en COP\$2.87 billones, un crecimiento del 1.62%, mientras que los inversionistas extranjeros compraron un neto de COP\$2.113 billones, aumentando sus tenencias en 1.95%. En contraste, los Bancos Centrales redujeron sus tenencias en COP\$1.05 billones, una caída del 1.28%.

La concentración de mercado sigue siendo alta entre los Fondos de Pensiones, Fondos de Capital Extranjero y Bancos Comerciales, que representan el 65.86% de las tenencias de TES.

Gráfica 4.3: Evolución tenencias principales agentes



Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas

Cupones:

El próximo mes se espera el pago de los siguientes cupones:

Pago cupones octubre

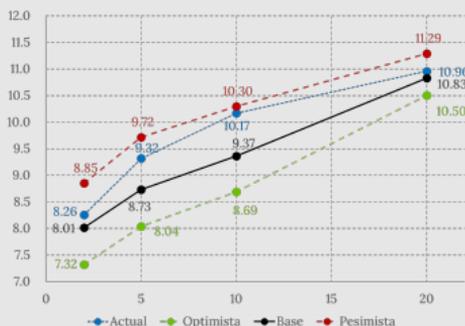
TESCOP 2034	
Fecha	18-oct
Cupón	7.25%
Valor	2.06 Bn

TESCOP 2050	
Fecha	26-oct
Cupón	7.25%
Valor	2.64 B

Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas

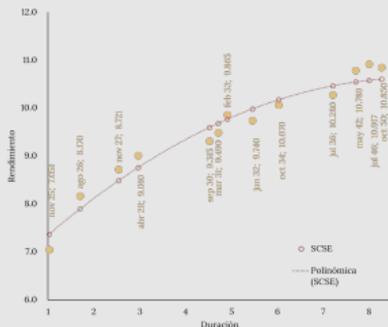
Colombia: Pronósticos TES-TF

Gráfica 1: Pronóstico cierre octubre curva TES-TF



Fuente: investigaciones Económicas

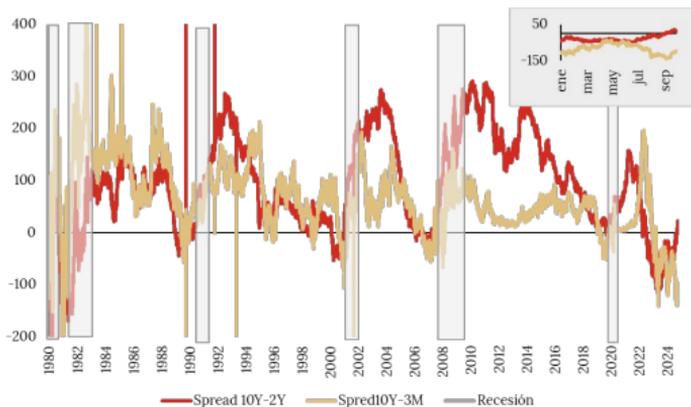
Gráfica 2: Cálculo valor justo TES-TF



Fuente: Investigaciones Económicas

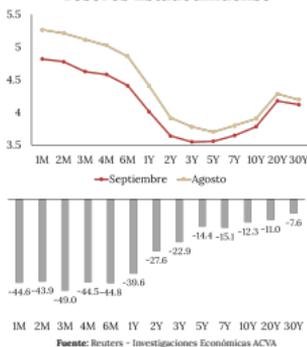
Fuente: Investigaciones Económicas

Gráfica 3: Spreads Tasas EE.UU.



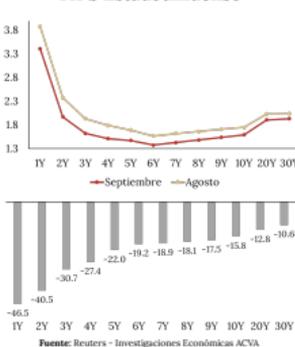
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 6.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



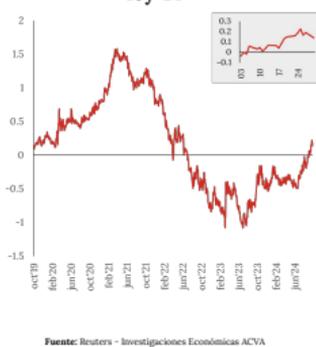
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



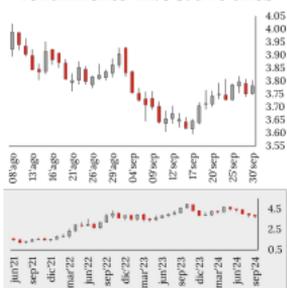
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



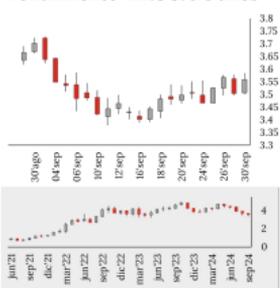
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

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



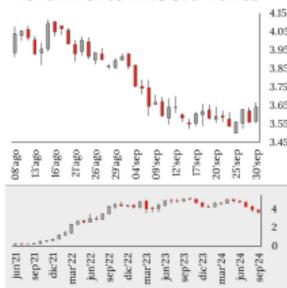
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas mensuales gráfica gris

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



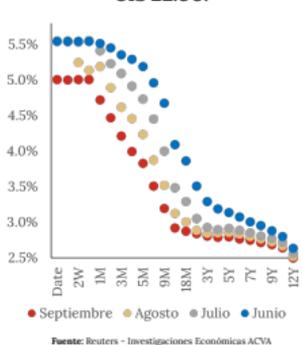
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA
Nota: Velas diarias gráfica transparente/ velas mensuales gráfica gris

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



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

Gráfica 6.7: Evolución curva OIS EE.UU.



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.8: Breakeven inflation EE.UU.



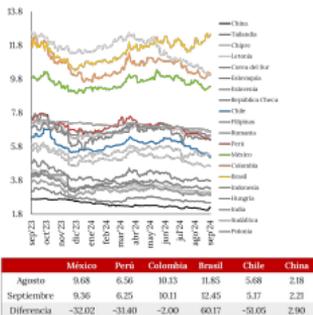
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.9: Evolución desarrollados nodo 10Y

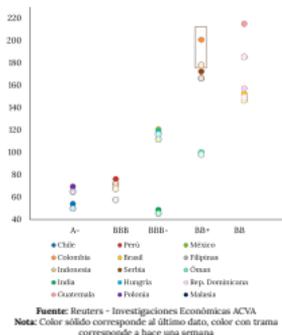


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.10: Evolución emergentes nodo 10Y



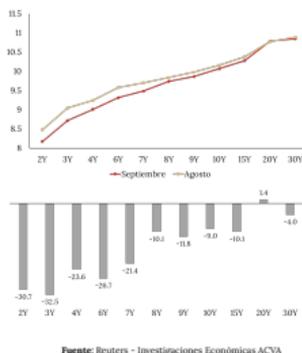
Gráfica 6.11: Evolución CDS a 5 años por calificación



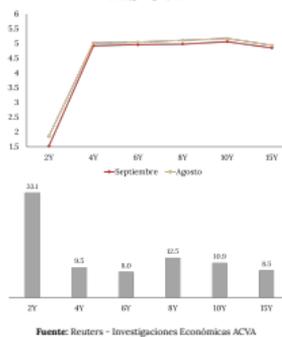
Gráfica 6.12: comportamiento curva IRR



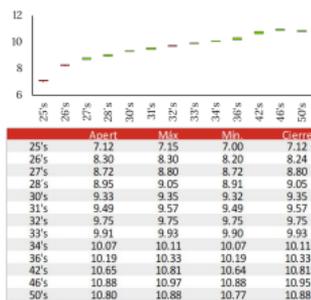
Gráfica 6.13: Evolución TES-TF



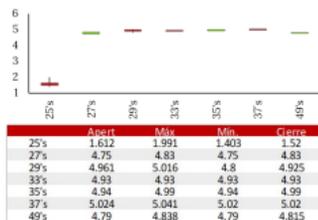
Gráfica 6.14: Evolución TES-UVR



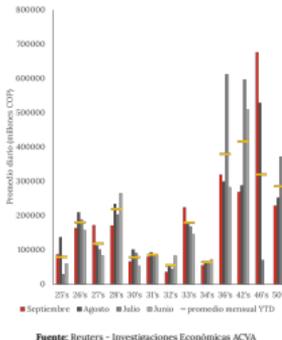
Gráfica 6.15: Comportamiento TES-TF



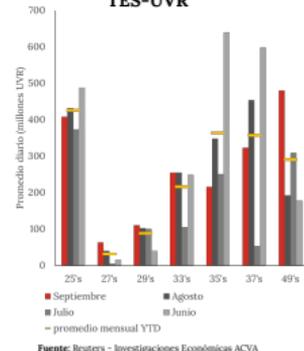
Gráfica 6.16: Comportamiento TES-UVR



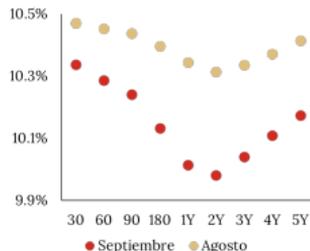
Gráfica 6.17: Volúmenes TES-TF



Gráfica 6.18: Volúmenes TES-UVR

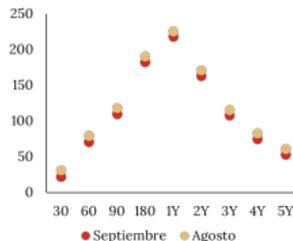


Gráfica 6.19: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada TF



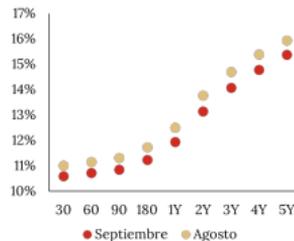
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.20: DP-TF VS. TES-TF



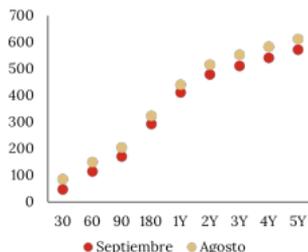
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.21: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IBR



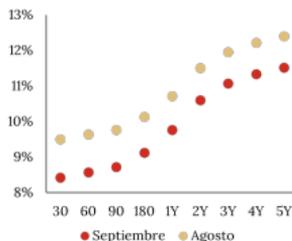
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.22: DP-IBR VS. TES-TF



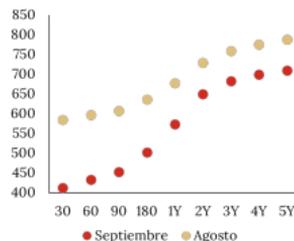
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.23: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IPC



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 6.24: DP-IPC VS. TES-UVR



Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Disclaimer

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