

Perspectiva Semanal Renta Fija

Del 02 al 06 de junio de 2025

Investigaciones Económicas

Wilson Tovar
Gerente
wtovar@accivalores.com

Maria Lorena Moreno
Practicante
maria.moreno@accivalores.com

[Consulta aquí
nuestro informe
macroeconómico](#)

Resumen

- En Estados Unidos, el deterioro fiscal, la elevada emisión neta proyectada y el aplazamiento de recortes por parte de la Fed mantienen elevadas las primas exigidas por duración, en este entorno, esperamos un empinamiento persistente, con presión alcista concentrada en los tramos a 10 y 30 años.
- En los mercados desarrollados, la divergencia entre fundamentos macro y posturas monetarias, con un BCE que podría recortar tasas con tono restrictivo y un BoE limitado por la rigidez inflacionaria, incrementa la dispersión entre curvas, prevemos empinamiento en Reino Unido y Alemania, mientras en Japón persiste la presión estructural en los tramos largos.
- En los emergentes, los estímulos monetarios en China y el entorno externo más optimista contrasta con los riesgos fiscales e inflacionarios en Brasil, este diferencial acentuará las trayectorias opuestas: proyectamos estabilidad en la curva china y empinamiento adicional en la curva brasileña, con sensibilidad elevada entre 5 y 10 años.
- En Colombia, los fundamentales siguen apuntando a un empinamiento persistente de la curva soberana en pesos, en un entorno de mayor concentración de oferta en los tramos cortos y crecientes dudas sobre el ajuste fiscal, esperamos que los rendimientos de los tramos cortos mantengan un sesgo bajista, mientras que los tramos largos enfrentan nuevas presiones al alza por falta de señales de consolidación fiscal.

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

Laura Sophia Fajardo Rojas

Analista de divisas
laura.fajardo@accivalores.com

Maria Lorena Moreno

Practicante
maria.moreno@accivalores.com

Escucha nuestro análisis:



[En YouTube](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

Resumen de proyecciones económicas

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento del PIB (var.anual %)	3,20%	-7,30%	11,00%	7,30%	0,60%	1,70%	2,63%	2,88%
Tasa de desempleo nacional (%PEA, promedio)	10,90%	16,70%	13,80%	11,20%	10,20%	10,20%	10,2%	10,5%
Inflación (var.anual %, fin de periodo)	3,81%	1,62%	5,60%	13,13%	9,28%	5,20%	5,06%	3,60%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,75%	4,74%	3,41%
Tasa Banrep (tasa, fin de periodo)	4,25%	1,75%	3,00%	12,00%	13,00%	9,50%	8,50%	7,25%
IBR mensual nominal (tasa, fin de periodo)	4,11%	1,71%	2,97%	11,23%	12,08%	8,99%	8,12%	6,95%
Balance fiscal GNC (% PIB)	-2,46%	-7,79%	-6,97%	-5,30%	-4,20%	-6,80%	-6,20%	-5,00%
Deuda neta GNC (%PIB)	48,4%	60,7%	60,1%	57,7%	53,8%	60,00%	62,0%	61,0%
Balance comercial (USD millones, total)	-10.782	-10.130	-15.259	-14.331	-9.902	-10.811	-11.000	-11.100
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4,58%	-3,42%	-5,60%	-6,26%	-2,70%	-1,80%	-2,60%	-3,50%
Tasa de cambio (USD/COP, promedio)	3.282	3.696	3.747	4.248	4.328	4.074	4.244	4.250
Precio de petróleo (USD por barril, promedio)	64,3	42,0	80,9	100,9	82,49	80,5	68,0	65,0

Fuente: Investigaciones Económicas Acciones y Valores

Deuda global: tensiones fiscales y giros monetarios

Presión sobre tramos largos. Durante la última semana de mayo, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron una trayectoria alcista generalizada, destacándose una mayor presión sobre los tramos largos de la curva. El bono a 10 años cerró en 4.40%, mientras que la referencia a 30 años se ubicó en 4.92%, reflejando una recomposición en las primas exigidas por duración ante el deterioro del entorno macroeconómico y fiscal. Este movimiento respondió a una combinación de factores: el recrudescimiento de las tensiones comerciales con China, que elevó la demanda de coberturas y un dato de inflación PCE ligeramente por debajo de lo esperado (2.1% YoY), que si bien redujo la presión inmediata sobre la Fed, no logró modificar de fondo la percepción estructural del mercado.

Déficit impulsa prima por duración. El principal catalizador detrás del empujamiento ha sido el creciente deterioro fiscal. El déficit federal proyectado para 2025 supera el 6% del PIB, en un contexto en el que las nuevas partidas de gasto en defensa y salud, junto con la ausencia de avances hacia una reforma tributaria estructural, refuerzan la expectativa de que no habrá ajustes significativos. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) estima que el servicio de deuda como proporción del PIB alcanzará 3.5% en 2028, más del doble del nivel pre pandemia. A esto se suma una expectativa de emisión neta cercana a USD\$2.5 billones en 2025, presionando la absorción del mercado en un entorno de menor participación de bancos regionales e inversionistas internacionales —en particular, China, que ha reducido sus tenencias en USD\$300 mil millones desde 2021—. En ausencia de un ancla fiscal o señales de relajación monetaria, el mercado exige una prima más elevada para mantener exposición a la parte larga de la curva.

Fed mantiene postura restrictiva. En términos de política monetaria, la Fed ha mantenido un tono restrictivo pese a la progresiva convergencia de la inflación hacia la meta del 2%. La autoridad monetaria ha reiterado que requiere mayor evidencia de moderación en el mercado laboral y en el consumo antes de iniciar un ciclo de recortes, lo cual ha llevado al mercado a aplazar el primer recorte hacia septiembre, con una probabilidad implícita inferior al 60% según la curva de futuros. Esta incertidumbre refleja un dilema estructural, si bien la inflación se modera, el ruido fiscal y geopolítico limita la claridad del forward guidance y debilita el anclaje nominal de largo plazo, generando una curva que incorpora una prima fiscal más que inflacionaria.

Prima fiscal domina la curva. En consecuencia, el empujamiento de la curva ha sido impulsado no por una expectativa inmediata de normalización

monetaria, sino por una mayor exigencia de prima en los tramos a 10 y 30 años, en respuesta al desbalance estructural entre oferta y demanda soberana. Si bien los tramos cortos han permanecido relativamente estables, anclados a la política de corto plazo de la Fed, la parte larga refleja una percepción creciente de desanclaje fiscal. Esta dinámica podría consolidarse si persisten las tensiones geopolíticas, la incertidumbre sobre la trayectoria del gasto público y la ausencia de una respuesta política coherente al deterioro de las finanzas públicas.

Estabilidad en la parte corta y presión en los tramos largos. Para esta semana, anticipamos una curva persistentemente empinada, con presiones alcistas en los rendimientos de largo plazo. La publicación del dato de empleo podría introducir algo de volatilidad en el extremo corto (bono a 2 años), pero no modificaría de forma sustancial la narrativa estructural actual. En este contexto, estimamos que los rendimientos de los bonos a 10 y 30 años se consoliden en rangos de 4.40%-4.55% y 4.90%-5.05%, respectivamente, con sesgo alcista en caso de una sorpresa positiva en el dato laboral o una mayor emisión neta en las subastas del Tesoro.

Dispersión entre economías desarrolladas. Durante la última semana, los mercados de renta fija en economías desarrolladas registraron una alta volatilidad en sus curvas soberanas, en un contexto dominado por el ruido geopolítico, la reactivación de tensiones comerciales y la expectativa de giros en la orientación de política monetaria. Aunque los movimientos fueron heterogéneos entre países, se acentuó la dispersión en los niveles de tasas y pendientes, reflejando diferencias en los fundamentos macroeconómicos, el balance fiscal y la sensibilidad de cada economía a los shocks externos. Esta semana se perfila como clave, particularmente para la eurozona con la decisión del BCE, mientras que Reino Unido enfrenta un entorno de inflación estructural persistentemente elevada y Japón continúa mostrando vulnerabilidades en la deuda de la parte más larga.

Expectativa por recorte del BCE. En Alemania, los *bunds* a 10 años cerraron la semana en 2.50%, reflejando la menor aversión al riesgo tras la decisión de EE. UU. de aplazar los aranceles sobre bienes europeos. Sin embargo, el foco del mercado se encuentra en la reunión de política monetaria del BCE de este jueves, donde se anticipa un recorte de 25 pbs. A pesar de que la inflación general y subyacente en mayo (2.6% y 2.9%, respectivamente) continúa descendiendo, los riesgos al alza se mantienen latentes, particularmente ante un posible resurgimiento de precios de energía o mayores fricciones

comerciales. La publicación del PIB del primer trimestre también será clave para evaluar la magnitud de la desaceleración económica. En este contexto, el impacto sobre la curva dependerá en gran medida del tono del comunicado. Un mensaje cauteloso o restrictivo induciría un aplanamiento leve, con alzas puntuales en los 2-5 años; en cambio, un giro más decididamente dovish renovaría la compresión de tasas en toda la curva, manteniendo el empinamiento y llevando el bono a 10 años a niveles cercanos a 2.45%.

BoE enfrenta dilema inflacionario. En Reino Unido, los rendimientos de los gilts a 10 años se mantuvieron cerca de 4.64%, en línea con los máximos del trimestre, impulsados por la rigidez de los precios de alimentos (+4.1% interanual) y un entorno fiscal menos restrictivo tras el anuncio del nuevo plan estratégico de defensa. La percepción de que el BoE enfrentará limitaciones para relajar su política monetaria se ha reforzado, especialmente en un contexto de recuperación económica frágil. La publicación del PIB del primer trimestre la próxima semana podría confirmar un repunte débil, mientras los swaps OIS continúan descontando cerca de 40 pbs de recortes acumulados hasta diciembre, sin claridad aún sobre el punto de inicio del ciclo. En este entorno, esperamos que la curva británica experimente un mayor empinamiento bajista, con presión moderada en el tramo corto (2-5 años) si el mercado internaliza un retraso en los recortes. El bono a 10 años podría estabilizarse en torno a 4.75%, condicionado a la ausencia de nuevas sorpresas inflacionarias.

Débil demanda por deuda japonesa. En Japón, el foco sigue puesto en el deterioro técnico del tramo más largo. El rendimiento del bono a 10 años se mantuvo estable en torno a 1.50%, mientras que el 40 años alcanzó máximos de 3.55%, tras una débil subasta con la menor cobertura desde julio de 2024. Este resultado refleja una pérdida de apetito de los tradicionales compradores institucionales —como aseguradoras y fondos de pensiones— ante la progresiva reducción de compras del Banco de Japón y la ausencia de señales claras sobre consolidación fiscal.

Preocupación por sostenibilidad en JGBs. A pesar de un buen desempeño de la inversión de capital en el primer trimestre, el mercado continúa preocupado por el desbalance estructural entre oferta y demanda de JGBs largos, en un país con una relación deuda/PIB superior al 200%. En este entorno, anticipamos una presión sostenida en el tramo más largo (30-40 años), con riesgo de ampliaciones adicionales en caso de que el Ministerio de Finanzas no ajuste su calendario de emisiones. La parte corta de la curva permanecerá relativamente estable mientras el BoJ mantenga su actual postura, lo que llevaría a un empinamiento leve de la curva soberana japonesa.

Emergentes entre riesgo y alivio. Los mercados emergentes registraron comportamientos divergentes durante la última semana, reflejando la interacción entre un entorno externo temporalmente optimista y presiones internas persistentes. Si bien el alivio comercial favoreció el apetito por activos emergentes de calidad, factores locales como el deterioro fiscal y la rigidez inflacionaria continuaron condicionando la evolución de las curvas soberanas, especialmente en Brasil y China.

Brasil: inflación y riesgo fiscal. El bono soberano a 10 años cerró en 13.98%, marcando una corrección alcista impulsada por una lectura de inflación mayor a la esperada y cifras fiscales débiles. La sorpresa inflacionaria llevó al mercado a replantear la senda de política monetaria, en un contexto donde la presión fiscal limita el margen de maniobra del BCB. La curva soberana se empinó, reflejando una mayor percepción de riesgo en los tramos medios y largos, con baja demanda en emisiones de largo plazo en moneda local. Hacia adelante, anticipamos un mayor empinamiento entre 5 y 10 años, con el bono a 10 años superando el 14% si persiste la incertidumbre fiscal y la volatilidad cambiaria. El tramo corto permanecería estable ante una probable pausa en los recortes.

China: estabilidad con riesgo latente. En contraste, China mantuvo una curva estable, con el bono a 10 años en torno a 1.68%. A pesar del resurgimiento de fricciones con EE. UU., el mercado local se sostuvo gracias a la expectativa de continuidad en la política expansiva del Banco Popular de China y al efecto calmante de la prórroga arancelaria. No obstante, los últimos datos macroeconómicos —incluido un PMI manufacturero por debajo de 50— reflejan una demanda interna débil y riesgos a la baja para el crecimiento. En este contexto, se espera que la curva conserve su perfil plano, con el bono a 10 años moviéndose en un rango entre 1.65% y 1.80%, con sesgo bajista si aumentan los estímulos o se intensifica la búsqueda de refugio en deuda china de alta calidad.

Colombia: dinámica de oferta acentúa el empinamiento

Valorizaciones lideran tramos cortos. La curva de TES en pesos registró valorizaciones relevantes en los tramos cortos e intermedios, las referencias entre 2026 y 2033 presentaron compresiones de hasta -12 pbs, impulsadas por rotaciones de portafolio, mayor demanda de duración y la gestión de deuda del Gobierno. En contraste, los nodos largos mostraron caídas entre -1 y -3 pbs, reflejando menor apetito por duración en un entorno fiscal cada vez más incierto. El TES 2029 fue protagonista, con un aumento de saldo de COP\$5.03 billones, consolidándose como eje de la estrategia de colocación en mayo.

Persistencia del empinamiento. Para esta semana, anticipamos la continuidad del empinamiento de la curva. La estrategia de oferta por parte de Hacienda sigue enfocándose en referencias de corto y mediano plazo, lo cual concentra la demanda institucional en los tramos de menor duración. Por otro lado, la incertidumbre asociada al Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) mantiene una prima exigida por parte del mercado en los tramos largos, en especial tras conocerse cada vez más ajustes a las estimaciones del déficit fiscal para 2025 por encima del 7.0% del PIB. Esto ha renovado las preocupaciones en torno a la sostenibilidad de la deuda pública, al cumplimiento de la regla fiscal y al deterioro de la posición crediticia soberana. Aunque el Gobierno ha reiterado que el incremento en las colocaciones responde a una estrategia de fortalecimiento de caja —revisada al alza desde COP\$9.2 billones a COP\$20 billones— y no implica un aumento neto del gasto, el mercado continúa exigiendo primas que reflejen riesgos de liquidez y de falta de consolidación fiscal.

Canjes y vencimientos presionan tramos cortos. En ese contexto, el foco de esta semana estará en la oferta y los anuncios de canje. Ambos eventos servirán como termómetro del apetito por duración en un entorno donde la proximidad del vencimiento del TES de corto plazo el martes por COP\$6.06 billones podría generar presión temporal de reinversión en los tramos cortos. No obstante, si el ruido fiscal persiste y no se concreta un mensaje más claro de consolidación fiscal en el MFMP, el sesgo al empinamiento se mantiene, con estabilidad relativa en los nodos cortos y presiones persistentes en los tramos largos.

Estabilidad en curva UVR. La curva de TES UVR presentó estabilidad, con un leve empinamiento bajista. Las valorizaciones se concentraron en los vencimientos cortos, mientras que los tramos medios registraron repuntes leves y los títulos de muy largo plazo, se valorizaron con una caída de 10 pbs en los rendimientos. La pendiente de la curva continúa reflejando un apetito selectivo por duración indexada, asociado a una combinación de expectativas de inflación aún elevadas y bajos saldos en circulación de ciertas referencias, lo que amplifica sus movimientos.

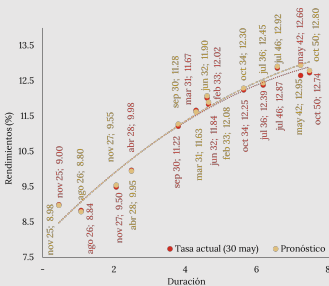
Apetito por corto plazo UVR. En perspectiva, mantenemos un sesgo ligeramente favorable en los nodos cortos, ante la posibilidad de que la inflación continúe sin moderarse durante junio y contribuya a valorizaciones adicionales. Sin embargo, el comportamiento de la curva UVR estará determinado en buena medida por el calendario de operaciones de manejo de deuda, en especial los canjes propuestos entre referencias como el UVR 2027 y 2055, que podrían modificar la estructura relativa de tasas.

Oferta limita espacio para rally. El volumen elevado de colocaciones en UVR durante mayo (COP\$1.95 billones) limita el margen para un rally más amplio, en un entorno donde la presión inflacionaria continúa sin ceder y la política monetaria se mantiene en modo de espera. Así, esperamos que la curva UVR conserve una pendiente contenida, con movimientos más sensibles a la oferta.

El mercado de deuda privada mantuvo una dinámica positiva, aunque con una reducción en la actividad primaria frente a semanas anteriores. La demanda se orientó hacia instrumentos indexados al IBR, que desplazaron a la tasa fija. Esta rotación de flujos refleja una revaluación de las expectativas sobre la trayectoria de la tasa de política monetaria, donde el mercado comienza a descontar un ciclo de recortes más gradual, coherente con la compresión observada en la curva IBR-CDT en tramos entre 180 días y 2 años.

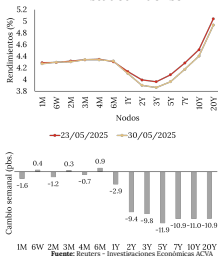
Spreads estrechos limitan atractivo relativo. Los spreads frente a TES continuaron estrechándose, en especial en las referencias de tasa fija con vencimientos superiores a dos años, lo cual ha reducido su atractivo relativo. A pesar de ello, se conservan las emisiones indexadas a IBR y en el segmento IPC, aunque este último con menor volumen. De cara a esta semana, anticipamos que el sesgo hacia IBR se mantenga, en un entorno donde la estabilidad esperada de tasas por parte del BanRep refuerza la preferencia por instrumentos flotantes. Sin embargo, la sensibilidad creciente del mercado frente a los movimientos de la curva soberana, en particular en el tramo largo, limitarían una compresión adicional en los spreads y mantendrían una demanda selectiva.

Pronóstico TES-TF

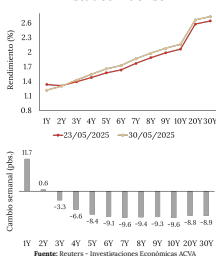


Nota: Curva interpolada con splines cúbicos suavizados exponencialmente
Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas

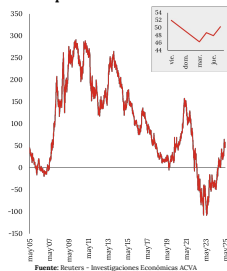
Evolución curva Tesoros Estadounidense



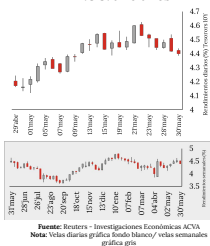
Evolución curva TIPS Estadounidense



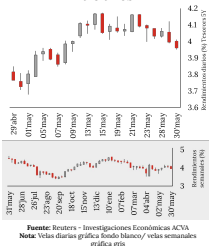
Spread EE.UU. 10Y-2Y



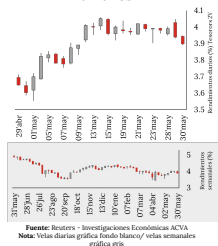
Evolución rendimiento EE.UU. a 10 años



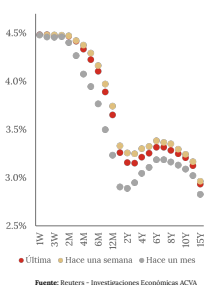
Evolución rendimiento EE.UU. a 5 años



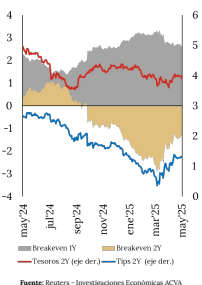
Evolución rendimiento EE.UU. a 2 años



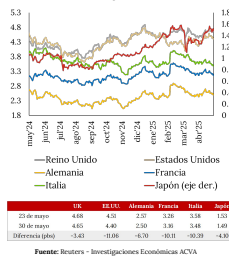
Evolución curva OIS EE.UU.



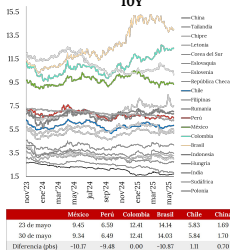
Breakeven inflation EE.UU.



Evolución desarrollados nodo 10Y

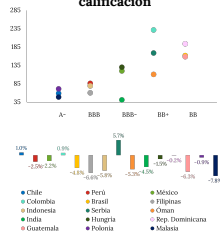


Evolución emergentes nodo 10Y

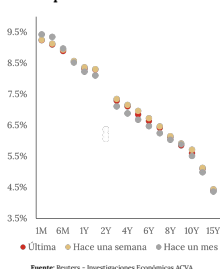


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

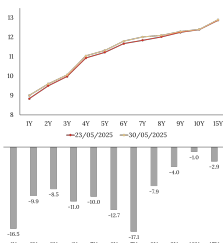
Evolución CDS a 5 años por calificación



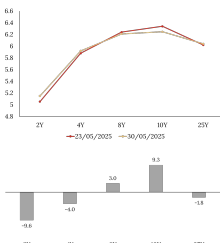
Comportamiento curva IBR



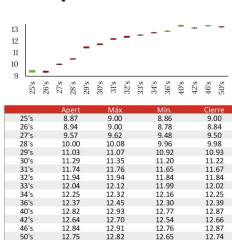
Evolución TES-TF



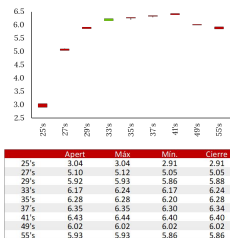
Evolución TES-UVR



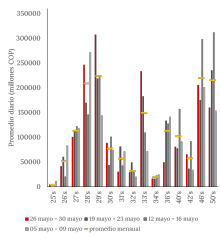
Comportamiento TES-TF



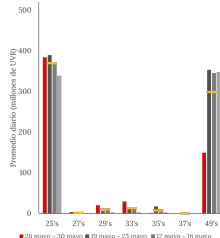
Comportamiento TES-UVR



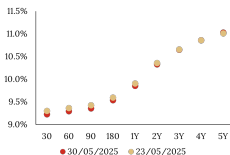
Volumenes TES-TF



Volumenes TES-UVR

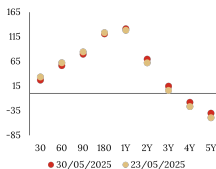


Evaluación Semanal Curva Deuda Privada TF



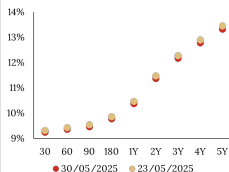
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

DP-TF VS. TES-TF



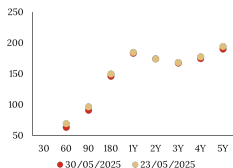
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IBR



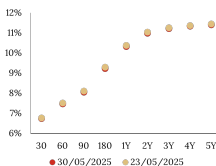
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

DP-IBR VS. TES-TF



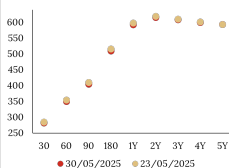
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IPC



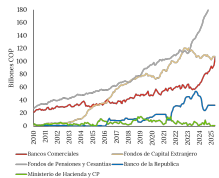
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

DP-IPC VS. TES-UVR



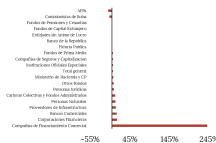
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Evolución tenencias principales agentes



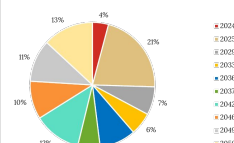
Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas ACVA

Variaciones Tenedores de TES - abril



Fuente: Minhacienda - Investigaciones Económicas ACVA

Emisiones en deuda pública en 2024 por año de vencimiento



Fuente: Minhacienda - 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 contruidos 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. © 2025 Acciones & Valores S.A.

