

Perspectiva Semanal Renta Fija

Del 16 al 20 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, la moderación de la inflación en mayo se ve opacada por tensiones geopolíticas y persistentes riesgos fiscales, mientras el mercado permanece atento al mensaje de la Fed. En este contexto, la curva se mantendría empinada, con sesgo alcista en los tramos largos si persisten los choques externos.
- En los mercados desarrollados, el entorno de aversión al riesgo, la desaceleración económica y la cautela de los bancos centrales generan demanda por deuda núcleo, aunque persisten focos de vulnerabilidad fiscal en Europa. Esto favorecería un leve aplanamiento de las curvas, condicionado por la trayectoria fiscal de cada país.
- En los emergentes, las decisiones de política monetaria y el ruido externo coinciden con fundamentos divergentes entre economías; mientras algunos países mantienen estabilidad macro y fiscal, otros enfrentan presiones de sostenibilidad. Las curvas reflejarán esta diferenciación, con compresión en economías sólidas y empinamiento en las más expuestas.
- En Colombia, el incremento en el cupo de colocaciones de TES y la activación de la cláusula de escape del MFMP intensifican la presión sobre los tramos cortos e intermedios de la curva, que podrían seguir ampliándose ante la percepción de sobreoferta, falta de ajuste fiscal y riesgo de deterioro en la calificación crediticia.

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%	5,01%	3,60%
Inflación básica (var. anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,75%	4,84%	3,68%
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: sensibilidad ante riesgos fiscales y geopolíticos

Rebote en curva de bonos del Tesoro. Durante la última semana, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. revirtieron parte de las caídas recientes en un entorno marcado por renovadas tensiones geopolíticas y persistentes preocupaciones fiscales. El bono a 10 años cayó 11 pbs hasta 4.41% y el bono a 2 años retrocedió 6 pbs hasta 3.95%, profundizando la inversión del spread 2s10s hasta -46 pbs. El impulso bajista generado por los datos de inflación más débiles de lo esperado (IPC e IPP) fue contrarrestado por el repunte en los precios del crudo tras los ataques de Israel a instalaciones nucleares en Irán, lo que reavivó temores inflacionarios.

Flujos defensivos y corrección técnica. La reacción inicial de búsqueda de refugio en los bonos de Tesoro de EE.UU. dio paso a una corrección técnica a lo largo de la curva. Pese a los avances en la narrativa de desinflación, reforzada por cifras de precios contenidas, el mercado sigue proyectando dos recortes de tasas en 2025, aunque la solidez del mercado laboral y la cautela de la Fed moderan un ajuste más agresivo en las expectativas.

Fuerte demanda por bonos a 30 años. Desde el frente técnico, la subasta de USD\$22 billones en bonos a 30 años mostró una demanda firme, sugiriendo que el apetito estructural por duración persiste, incluso en un contexto de creciente deterioro fiscal. La próxima semana destacan nuevas emisiones, USD\$13 billones en bonos a 20 años y USD\$23 billones en TIPS a 5 años, que podrían añadir volatilidad si la demanda marginal se debilita.

Riesgo fiscal limita compresión. El riesgo fiscal estructural continúa siendo un ancla para los tramos largos de la curva. Las revisiones por parte de las calificadoras de riesgo reflejan la preocupación por el aumento sostenido del déficit, la trayectoria de la deuda pública y la ausencia de medidas creíbles de consolidación fiscal. Estos factores limitan la compresión de tasas, incluso en un entorno caracterizado por una inflación observada relativamente baja.

Expectativas ante reunión de la Fed. Hacia adelante, el mercado se mantendrá atento a la reunión de la Fed del 18 de junio. Si bien no esperamos movimientos en la tasa, el foco estará en el dot plot y el discurso de Powell, buscando señales sobre un eventual cambio en el sesgo de política. También serán clave el desarrollo del conflicto en Oriente Medio y las próximas subastas del Tesoro.

Sesgo alcista en tramos largos. En este contexto, anticipamos una curva con sesgo alcista en los tramos largos, particularmente si se mantienen las presiones externas. Estimamos que el bono a 10

años oscile entre 4.35% y 4.50%, mientras la parte corta sigue anclada por la postura de la Fed. La curva se mantendría empujada, con alta sensibilidad en los vencimientos largos a factores geopolíticos y fiscales.

Refugio en deuda desarrollada. Los mercados de deuda soberana desarrollada, presentaron un comportamiento diferenciado, condicionado por la intensificación del conflicto en medio oriente, el deterioro de algunos datos macroeconómicos de economías clave y las expectativas de política monetaria. Este contexto generó un sesgo de demanda por activos refugio con respuestas de acuerdo a la vulnerabilidad fiscal, la trayectoria económica y el posicionamiento del mercado.

Bunds se valorizan por riesgo. En Alemania, los bunds se beneficiaron del entorno de aversión al riesgo, con el rendimiento del bono a 10 años retrocediendo hasta 2.42%, sin embargo, al cierre de la semana presentó una corrección hasta el 2.53%. La intensificación del conflicto Israel-Irán impulsó flujos defensivos hacia la deuda núcleo de la Eurozona. Este movimiento también estuvo respaldado por la reciente pausa del BCE, que tras su primer recorte en junio, adoptó un enfoque más cauteloso ante la amenaza de nuevos aranceles comerciales por parte de EE. UU.

Aplanamiento en curva alemana. La combinación de un entorno macro global incierto y una política monetaria menos expansiva de lo previsto favorece un aplanamiento en la curva alemana, con espacio para compresión adicional entre los tramos 2-10 años. No obstante, el sesgo de largo plazo sigue condicionado por el riesgo fiscal europeo, en particular la situación de Francia e Italia.

Gilts estables. En contraste, el Reino Unido exhibió una dinámica menos direccional. El rendimiento del gilt a 10 años se estabilizó en torno a 4.55%, un nivel cercano mínimo mensual de 4.47%. Aunque los factores geopolíticos también generaron flujos de cobertura, estos se vieron atenuados por el deterioro macroeconómico local. El PIB de abril cayó muy por debajo del consenso, acompañado de una caída en exportaciones tras la imposición de nuevos aranceles por parte de EE. UU. y una pérdida de tracción en el mercado laboral.

BoE cerca de recortes. Estos datos fortalecen la expectativa de que el BoE eventualmente recorte la tasa más agresivamente, aunque para la reunión de esta semana esperamos una pausa. En este contexto, vemos espacio para un aplanamiento leve de la curva británica, con posibles recortes en el tramo 2-5 años si los próximos datos confirman la desaceleración. No obstante, la elevada sensibilidad de la deuda británica a shocks inflacionarios y fiscales limita el margen para una baja pronunciada en los tramos largos.

JGBs en mínimos de cinco semanas. En Japón, el rendimiento del bono a 10 años cayó a 1.41%, su nivel más bajo en cinco semanas, en línea con el comportamiento de otros activos refugio. El BoJ ha reiterado su postura de mantener la política monetaria expansiva mientras la inflación subyacente no consolide un movimiento sostenido hacia el objetivo del 2%. Este tono dovish, combinado con la aversión al riesgo global y el fortalecimiento del yen, refuerzan la demanda por JGBs.

Demanda por refugio en Japón. Los temores sobre una posible desaceleración del comercio mundial —tras los anuncios de Trump de nuevos aranceles— añaden presión bajista sobre los rendimientos japoneses. La curva local podría continuar aplanándose si se mantienen las expectativas de inercia monetaria y si el apetito por refugio persiste. Sin embargo, dado el bajo punto de partida en tasas, el margen de valorización es limitado y está sujeto a posibles presiones al alza si el BoJ cambia su lenguaje en el segundo semestre.

Emergentes sensibles a shocks externos. El mercado de renta fija en países emergentes enfrenta una semana marcada por decisiones de política monetaria, junto con un entorno externo volátil. Estas condiciones incrementan la sensibilidad de las curvas a shocks externos, acentuando las diferencias entre los países con fundamentos fiscales sólidos y aquellos con vulnerabilidades estructurales.

Curva chilena anclada por tasa. En Chile, el rendimiento del bono a 10 años se ubicó en 5.75%, con variaciones de +1 pbs durante la semana, reflejando una curva que permanece anclada por la expectativa de estabilidad en la tasa de política monetaria. Esperamos que el BCCh ha continúe sin modificar su tasa de interés, en línea con una inflación que ha moderado su ritmo, pero que aún se mantiene por encima del objetivo en términos subyacentes. La combinación de tasas reales aún positivas, relativa estabilidad política y prudencia fiscal respalda la resiliencia de la curva chilena. En este entorno, no anticipamos movimientos marcados en la parte media y larga de la curva, aunque existe un sesgo a la compresión si el comunicado mantiene un tono neutral y se confirma la continuidad de la pausa en los recortes.

Riesgo fiscal presiona a Brasil. En Brasil, la curva continúa bajo presión. El rendimiento del bono a 10 años repuntó hacia 14.0%, acercándose a su nivel máximo del último mes, en un contexto de creciente escepticismo sobre el compromiso fiscal del gobierno. Las recientes modificaciones a los decretos, percibidas como un canje de impuestos sin impacto real sobre el gasto, deterioraron la percepción de sostenibilidad fiscal y elevaron las expectativas de emisión neta de deuda. La curva brasileña refleja un empinamiento consistente y

prima de riesgo exigida en los tramos largos. Para esta semana, esperamos que el Banco Central mantenga sus tasas, pero con un tono más hawkish, así los tramos largos se continuarán ampliando.

Estabilidad en deuda china. En China, la situación es distinta. El bono a 10 años se estabilizó alrededor de 1.68%, en un entorno caracterizado por menor presión inflacionaria, estabilidad monetaria y recientes avances diplomáticos con EE. UU., lo que ha mejorado levemente la percepción de riesgo externo. Esperamos que el BPC mantenga sin cambios su tasa de referencia, al tiempo que esperamos datos macro que confirmen la recuperación sectorial gradual. Si bien la curva china se mantiene estable por el control estatal y la baja volatilidad, existe espacio para una ligera compresión en la parte corta si los datos sorprenden al alza y se consolida la narrativa de reactivación moderada sin necesidad de estímulos adicionales. Aun así, los rendimientos en la parte larga se mantendrán anclados por la cautela del mercado frente a los riesgos de sobreendeudamiento local.

Colombia: mayor financiamiento vía TES desancla curva soberana

TES tasa fija: fuerte ajuste semanal. Durante la última semana, el mercado de TES tasa fija enfrentó uno de los ajustes más marcados del año, reflejo de la materialización del riesgo fiscal y de la creciente aversión del mercado frente al deterioro en las proyecciones macro-fiscales del Gobierno. En la curva, los rendimientos se incrementaron de forma generalizada, con un impacto más acentuado en los tramos cortos y medios. El nodo a 1 año lideró la desvalorización con un alza semanal de +34.9 pbs, mientras que los vencimientos a 6 años (+18.8 pbs) y 9 años (+25.3 pbs) también se vieron fuertemente presionados. La curva registró episodios de empinamiento durante los primeros días de la semana, seguidos de un leve aplanamiento técnico el viernes tras valorizaciones puntuales en los tramos largos (TES 2032 y 2040).

MFMP activa riesgo fiscal estructural. El detonante estructural fue la publicación del (MFMP, que confirmó la activación de la cláusula de escape de la Regla Fiscal entre 2025 y 2027, elevando el déficit proyectado a 7.1% del PIB para 2025. Asimismo, el aumento del cupo de colocaciones de TES de COP\$68.8 a COP\$80.8 billones —con COP\$58 billones previstos en subastas y sindicaciones— consolidó el riesgo de sobreoferta. A esto se sumó el pronunciamiento negativo del Carf, que calificó de improcedente el uso del mecanismo excepcional y cuestionó la falta de un plan de ajuste estructural. El mercado respondió con una clara reasignación de primas por duración y riesgo soberano.

Mayor presión en tramos intermedios. De cara a esta semana, el balance de riesgos sigue inclinado al alza para los rendimientos, especialmente en los tramos entre 2027 y 2035, donde se concentra el grueso de las emisiones. La presión no solo viene del mayor volumen de colocaciones, sino también de la desconfianza sobre la capacidad institucional para corregir el desequilibrio fiscal. La curva mostrará nuevas señales de empinamiento si los tramos cortos y medios continúan ajustando tasas, en especial si el mercado percibe que la ejecución del MFMP —basada en una tributaria aún incierta y sin recortes de gasto inmediatos— carece de respaldo político y técnico.

Desconexión entre ciclo y TES. En este entorno, la política monetaria ha perdido relevancia como ancla de corto plazo para la deuda soberana. Aunque se anticipan nuevos recortes por parte del BanRep en el segundo semestre, el sesgo fiscal desancala el impacto de tasas de política, lo que llevaría a una mayor desconexión entre el ciclo monetario y el nivel de los TES. Además, la expectativa de que las agencias de calificación emitan pronunciamientos en los próximos días refuerza la probabilidad de que el tramo largo (2032-2050) vuelva a ampliarse si se deteriora la percepción externa del marco fiscal.

UVR: sensibilidad fiscal, no inflacionaria. La curva de TES indexados a la UVR también enfrentó una semana de fuerte revaluación de riesgos, a pesar de que el dato de inflación de mayo mantuvo la tendencia de moderación. Durante la semana, los nodos a 2 y 4 años registraron aumentos en tasas de +38.7 pbs y +29.9 pbs, respectivamente, mientras que el tramo medio (TES UVR 2033) también amplió tasas, en un contexto de sensibilidad creciente al deterioro estructural de la sostenibilidad fiscal.

Prima de riesgo afecta UVR. La deuda indexada, comienza a reflejar una prima por riesgo soberano, incluso cuando el componente inflacionario continúa moderándose. La publicación del MFMP no sólo reveló una trayectoria fiscal más débil de lo anticipado, sino que no ofreció medidas concretas de ajuste que permitan recuperar la credibilidad del ancla de deuda pública. Esto ha permeado parcialmente la valoración de los TES UVR, haciendo que el mercado exija spreads reales más amplios incluso ante expectativas de menor inflación.

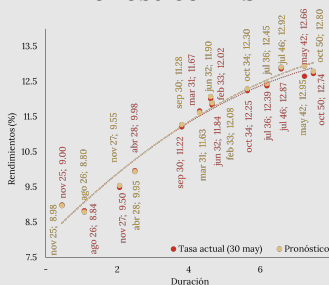
UVR largos con espacio de compresión. La consolidación de la trayectoria descendente de la inflación en mayo abre espacio para una compresión marginal en la parte larga de la curva UVR. Sin embargo, el comportamiento continúa determinado en mayor medida por el riesgo fiscal que por la inflación esperada. En este contexto, el apetito por UVR podría permanecer contenido, a menos que las próximas subastas evidencien una demanda institucional sólida que permita absorber

el flujo adicional de emisiones sin generar presiones alcistas sobre las tasas. Al mismo tiempo, no descartamos que el tramo corto siga ampliándose, reflejando una postura defensiva ante el deterioro del anclaje fiscal.

Persisten presiones en UVR cortos. Hacia adelante, la curva UVR mostrará cierta estabilización en sus tramos largos si la tendencia inflacionaria se consolida y la demanda institucional se mantiene robusta. No obstante, el tramo corto seguirá enfrentando presiones mientras persistan las dudas sobre la sostenibilidad fiscal. Las subastas previstas serán clave para evaluar la profundidad del apetito estructural por estos títulos. En ausencia de una corrección creíble del marco fiscal, incluso los UVR —tradicionalmente vistos como instrumentos de cobertura en entornos desinflacionarios— seguirían exhibiendo niveles elevados, reflejo de un riesgo soberano percibido en aumento.

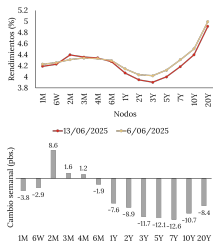
Deuda privada: refugio técnico estable. La deuda privada se mantuvo estable, mostrando un buen comportamiento técnico favorecido por una mayor rotación de flujos hacia emisores con alta calidad crediticia. La curva mostró valorizaciones marginales en los tramos cortos, mientras que los vencimientos superiores a 3 años replicaron parcialmente el movimiento alcista de los TES, reflejando una estrategia defensiva orientada a preservar el rendimiento nominal reduciendo exposición al riesgo fiscal. Con la inflación de mayo a la baja, la preferencia por tasa fija podría intensificarse, en especial en emisiones con spreads atractivos frente a la curva soberana. Sin embargo, la dinámica del mercado continúa siendo limitada por la incertidumbre macroeconómica y fiscal, y las nuevas emisiones permanecen contenidas, lo que contribuye a mantener un equilibrio técnico en los precios.

Pronóstico TES-TF

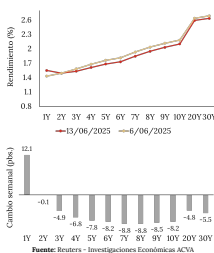


Nota: Curva interpolada con splines cúbicos suavizados exponencialmente
Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas

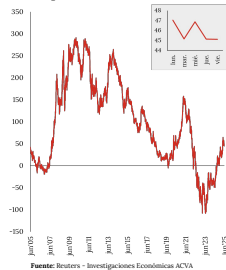
Evolución curva Tesoros Estadounidense



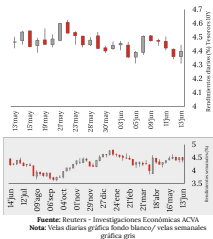
Evolución curva TIPS Estadounidense



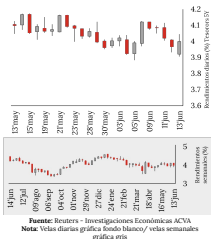
Spread EE.UU. 10Y-2Y



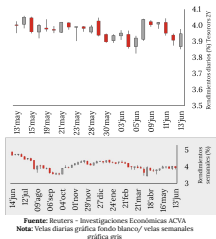
Evolución rendimiento EE.UU. a 10 años



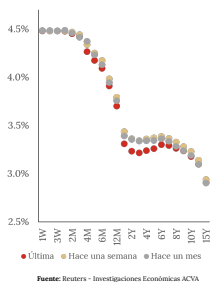
Evolución rendimiento EE.UU. a 5 años



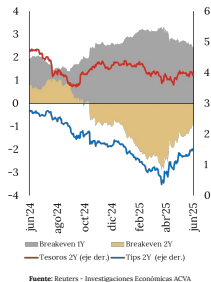
Evolución rendimiento EE.UU. a 2 años



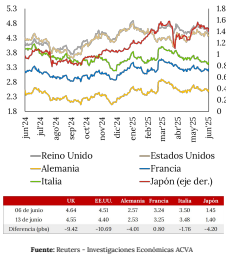
Evolución curva OIS EE.UU.



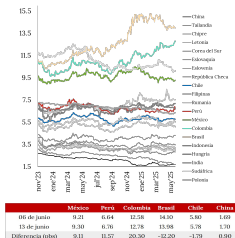
Breakeven inflation EE.UU.



Evolución desarrollados nodo 10Y

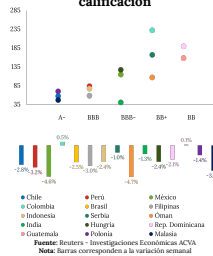


Evolución emergentes nodo 10Y

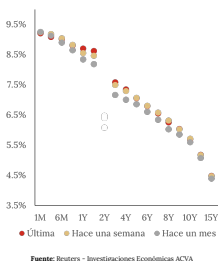


Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

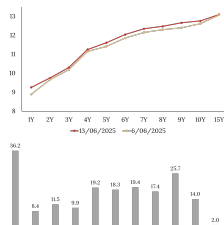
Evolución CDS a 5 años por calificación



Comportamiento curva IBR

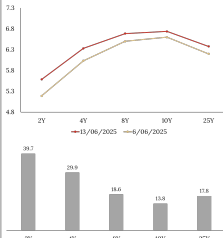


Evolución TES-TF



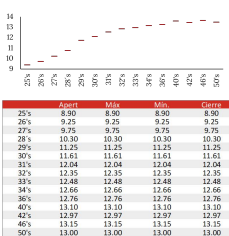
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Evolución TES-UVR



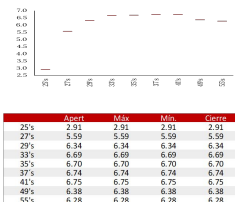
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Comportamiento TES-TF



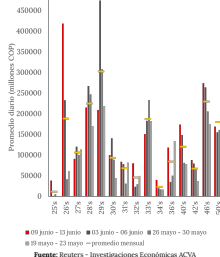
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Comportamiento TES-UVR



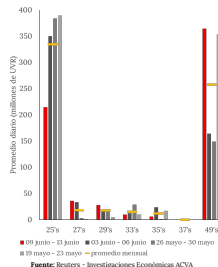
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Volumenes TES-TF



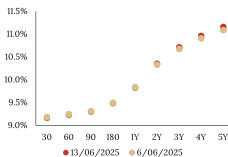
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Volumenes TES-UVR



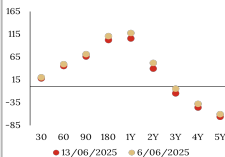
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Evaluación Semanal Curva Deuda Privada TF



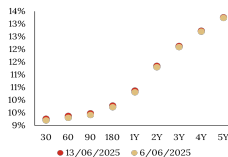
Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

DP-TF VS. TES-TF



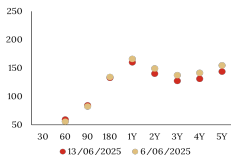
Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IBR



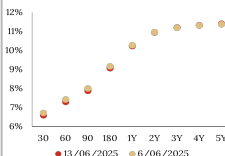
Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

DP-IBR VS. TES-TF



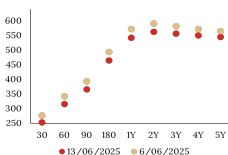
Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IPC



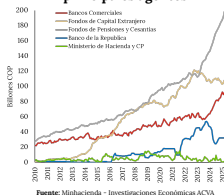
Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

DP-IPC VS. TES-UVR

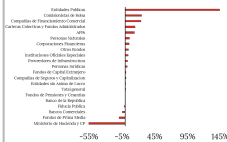


Fuente: PIP- Investigaciones Económicas ACVA

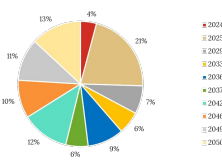
Evolución tenencias principales agentes



Variaciones Tenedores de TES - mayo



Emisiones en deuda pública en 2024 por año de vencimiento



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.

