

Perspectiva Semanal Renta Fija

Del 24 al 28 de marzo de 2025

Publicado: Viernes 21 de marzo de 2025

**Elaborado por: Investigaciones
Económicas**

Wilson Tovar
Gerente
wtovar@accivalores.com

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

[Consulta aquí
nuestro informe
macroeconómico](#)

Resumen

- El tono moderado de la Fed, sumado a una escalada gradual del VIX hacia niveles de 28%, está consolidando a los Tesoros como refugio clave, anclando el rendimiento del bono a 10 años por debajo del 4.35% pese a presiones inflacionarias latentes.
- El giro fiscal de Alemania hacia un mayor endeudamiento podría reconfigurar la dinámica de la renta fija europea, elevando los spreads y exponiendo a economías periféricas a un riesgo creciente de financiamiento costoso en un entorno de desaceleración económica global.
- La deuda soberana colombiana se desmarcó de la región con un aumento en las tasas de los TES entre 14 y 39 pbs, luego de la renuncia del Ministro de Hacienda y a creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal del país.
- Pese a una pausa en la colocación de TES a entidades públicas, las operaciones de manejo de deuda y la presión por mayores necesidades de financiamiento podrían impulsar nuevas emisiones en el tramo medio de la curva, afectando referencias como los TF-36.
- En deuda privada, la tensión en el sistema financiero colombiano y la compresión de spreads vs la curva de TES a tasa fija refuerzan la preferencia por instrumentos indexados, que ofrecen mayor protección ante un entorno inflacionario incierto.

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

Maria Lorena Moreno

Practicante
maria.moreno@accivalores.com

Escucha nuestro análisis:



[En YouTube](#)



[En Spotify](#)

[Suscríbete a nuestros informes](#)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB (var.anual %)	3,20%	-7,30%	11,00%	7,30%	0,60%	1,70%	2,70%
Tasa de desempleo nacional (%PEA, promedio)	10,90%	16,70%	13,80%	11,20%	10,20%	10,20%	10,0%
Inflación (var.anual %, fin de periodo)	3,81%	1,62%	5,60%	13,13%	9,28%	5,20%	4,69%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	3,40%	1,39%	2,84%	9,23%	8,81%	5,75%	4,29%
Tasa Banrep (tasa, fin de periodo)	4,25%	1,75%	3,00%	12,00%	13,00%	9,50%	7,50%
IBR mensual nominal (tasa, fin de periodo)	4,11%	1,71%	2,97%	11,23%	12,08%	8,99%	7,06%
Balance fiscal GNC (% PIB)	-2,46%	-7,79%	-6,97%	-5,30%	-4,20%	-6,80%	-6,00%
Deuda neta GNC (% PIB)	48,4%	60,7%	60,1%	57,7%	53,8%	60,00%	62,0%
Balance comercial (USD millones, total)	-10,782	-10,130	-15,259	-14,331	-9,902	-10,811	-11,000
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4,58%	-3,42%	-5,60%	-6,26%	-2,70%	-1,80%	-2,60%
Tasa de cambio (USD/COP, promedio)	3.282	3.696	3.747	4.248	4.328	4.074	4.244
Precio de petróleo (USD por barril, promedio)	64,3	42,0	80,9	100,9	82,49	80,5	74,0

TES: entre inflación & ruido político

Durante la semana anterior, la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. registró una valorización promedio de 7 pbs, destacando una compresión en el rendimiento del bono a 10 años, que cerró en 4.24% (6.7 pbs). La reunión de marzo de la Reserva Federal fue interpretada por los mercados con un sesgo mayormente dovish, lo que reforzó las expectativas de recortes en la tasa de referencia e incentivó un potencial rally en la renta fija soberana. A pesar del ajuste al alza en las proyecciones de inflación, el tono general del comunicado y las declaraciones del presidente Powell fueron percibidos como moderados. El consenso del mercado sugiere que la Fed priorizaría responder con mayor contundencia a señales de desaceleración económica que a presiones inflacionarias asociadas a nuevos aranceles.

En este contexto, un debilitamiento en los próximos datos de empleo o del sector servicios podría provocar una caída adicional en el rendimiento del Tesoro a 10 años, con un objetivo técnico en torno al 4.0%. Si bien persisten inquietudes respecto al elevado nivel de endeudamiento fiscal, el entorno macroeconómico actual, junto con una mayor incertidumbre en activos de riesgo, continúa sustentando la demanda por instrumentos del Tesoro. No obstante, es importante subrayar que las tasas aún reflejan presiones inflacionarias latentes, por lo que una ruptura sostenida por debajo del umbral del 4.0% requeriría validación adicional desde los datos macroeconómicos, más allá del discurso acomodaticio de la Fed. Mientras tanto, el nivel del 4.15% representa una resistencia técnica significativa, cuya superación se anticipa como un desafío considerable en el corto plazo.

Esta postura se sustenta en que, desde las elecciones del cuarto trimestre, los breakevens de inflación a corto plazo se han mantenido en niveles elevados —potencialmente como respuesta a riesgos arancelarios— mientras que los de largo y mediano plazo han mostrado una moderación relativa. Esta dinámica sugiere una preocupación contenida sobre presiones inflacionarias en el corto plazo (1- 3 años) y, en algunos casos, incluso se ha comenzado a discutir la posibilidad de un escenario de estancamiento.

En línea con lo anterior, mantenemos la expectativa de que el rendimiento del bono a 10 años se mantenga por debajo del 4.35% esta semana, siempre y cuando los datos macroeconómicos (especialmente el PCE) sigan alineados con la narrativa actual del mercado. Aunque el mercado estadounidense ha evidenciado una alta volatilidad en las últimas dos semanas, el comportamiento del índice VIX apunta más a una transición estructural hacia un entorno de volatilidad persistente, que a un episodio puntual de aversión al riesgo. A diferencia de episodios anteriores como el “lunes negro” de agosto, en el que el VIX repuntó rápidamente y luego se normalizó, esta vez el índice ha escalado de forma gradual —de 14 a 28— reflejando una mayor asimilación de riesgos

sistémicos. Este contexto refuerza la percepción de los Tesoros como un refugio relativamente más estable frente a activos de mayor volatilidad, consolidando así la tesis de un rendimiento a 10 años anclado por debajo del 4.35%.

La renta fija europea enfrenta una creciente incertidumbre que podría derivar en un rendimiento inferior al previsto para su contraparte estadounidense. En el Reino Unido, los gilts se empujaron al alza en los rendimientos, con su peor semana en más de dos meses. La próxima semana será clave con datos de inflación, el Spring Statement y el nuevo plan de emisiones. Por otro lado, en un giro relevante desde su tradicional postura de ortodoxia fiscal, Alemania ha aprobado un ambicioso programa de gasto enfocado en defensa e infraestructura, el cual será financiado mediante endeudamiento. Este cambio de paradigma no solo sugiere una posible flexibilización de las reglas fiscales en la eurozona, sino que también eleva el riesgo de sostenibilidad para economías altamente apalancadas, como Francia y Bélgica, cuyos niveles de deuda pública ya superan los de España y Portugal.

El incremento en los rendimientos de los Bunds podría traducirse en una ampliación de los diferenciales de tasas de interés, encareciendo el costo de financiación para las economías más vulnerables del bloque. Este escenario genera preocupación entre analistas, dado que se advierte que solo un reducido grupo de países —entre ellos Alemania, Países Bajos, Suecia e Irlanda— dispone de margen fiscal suficiente para implementar estímulos sin erosionar la confianza de los mercados. Mientras algunos gestores de fondos consideran que el mayor gasto público podría actuar como catalizador del crecimiento económico, justificando así mayores niveles de endeudamiento, otros temen el eventual regreso de los “vigilantes de los bonos”, en caso de que se perciba una pérdida de disciplina fiscal. En ese contexto, existe el riesgo de que las economías periféricas pierdan acceso a financiamiento asequible justo cuando la desaceleración global cobra fuerza.

En el Latinoamérica, los mercados de deuda soberana mostraron un desempeño favorable durante la semana, apalancados en la valorización de los Tesoros estadounidenses. No obstante, Colombia se desmarcó de esta tendencia regional, registrando una desvalorización en sus TES, en línea con el comportamiento observado en el último mes. La divergencia en el comportamiento del mercado colombiano estuvo estrechamente ligada a factores de índole política. La semana inició con un aumento en la percepción de riesgo tras el anuncio de la renuncia del Ministro de Hacienda, Diego Guevara. La reacción del mercado fue inmediata: los TES registraron un aumento en sus tasas de entre 20 y 31 pbs, reflejo de una mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Este episodio se suma a una serie de cambios en el gabinete económico que han generado preocupaciones sobre la continuidad y consistencia en la conducción de la política fiscal.

Adicionalmente, la incertidumbre se intensificó debido a que la renuncia de Guevara se produjo luego de su propuesta de congelar \$12 billones del PGN, en un contexto de crecientes presiones fiscales derivadas de un elevado rezago en la ejecución presupuestal y una expectativa de menor recaudo tributario. Esta situación ha reavivado las dudas sobre la sostenibilidad de la política fiscal del actual gobierno, alimentando la volatilidad en el mercado de deuda local.

Ahora bien, de acuerdo con información del MinHacienda, durante la segunda semana de marzo se registró la primera pausa del año en la colocación de TES a entidades públicas mediante mecanismos no tradicionales. Esta interrupción en la oferta coincidió con una mejora temporal en la posición de caja del Gobierno, lo que permitió un respiro en las emisiones primarias. A pesar de esta pausa, continuaron ejecutándose operaciones de manejo de deuda mediante recompras y canjes. En este sentido, se destaca el intercambio de TES TF-25 y TF-26 por títulos de referencia TF-46, así como el canje de UVR-25 por UVR-55. Estas operaciones han introducido una presión adicional sobre los títulos On The Run y, en especial, sobre los de vencimiento más largo, al incrementar la oferta relativa en dichos tramos de la curva. Adicionalmente, las crecientes presiones de gasto, junto con un rezago en el recaudo tributario frente al PF-25, podrían motivar nuevas emisiones en el tramo medio de la curva, cuyo *outstanding* actualmente es reducido. Este movimiento generaría presión adicional sobre referencias como los TF-36.

En cuanto a la parte corta de la curva, persiste una inclinación alcista en las expectativas de inflación, lo que continúa ejerciendo presión al alza en los rendimientos. El mercado descuenta un BanRep con un sesgo más contractivo y una reducción más lenta en

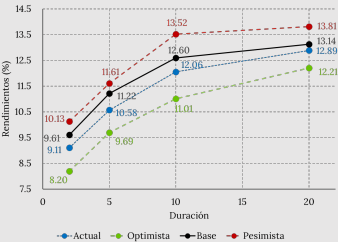
tasas. Según la última Encuesta de Expectativas del Emisor, se proyecta una inflación de 4.54% para el cierre de 2025, por encima del 4.0% estimado hace un año. Esta trayectoria está en línea con nuestras proyecciones, que anticipan una inflación de 4.69% para el mismo periodo. En este contexto, identificamos mayor valor relativo en el belly de la curva, considerando que la parte corta está presionada por las expectativas inflacionarias y la larga enfrenta mayor ruido fiscal y mayor offer. Alternativamente, los TES denominados en UVR surgen como instrumentos atractivos ante un entorno de persistente presión inflacionaria.

En el mercado de deuda privada persisten las presiones previamente observadas en los TES, ahora agravadas por un entorno bancario local tensionado. Moody's mantiene una perspectiva negativa sobre el sistema financiero colombiano, con una calificación Baa2 con outlook negativo. Adicionalmente, los spreads en la deuda a tasa fija se mantienen estrechos en los nodos de largo plazo, lo cual limita su atractivo relativo en el actual contexto macroeconómico. Esta compresión en los diferenciales, combinada con un panorama inflacionario aún incierto, refuerza nuestra preferencia por instrumentos indexados, que ofrecen una mejor cobertura ante el riesgo inflacionario y un perfil riesgo-retorno más favorable en el corto y mediano plazo.

En noticias relevantes, Metro Bank Holdings, bajo control de Jaime Gilinski, anunció una emisión de bonos AT1 con calificación 'CCC+(EXP)' y baja expectativa de recuperación, reflejando vulnerabilidad pese a mejoras de capital. BTG Pactual Chile colocó US\$25.2 millones en bonos a 10 años, y Promigas pagó más de COP\$12.5 mil millones en intereses de sus bonos 2024.

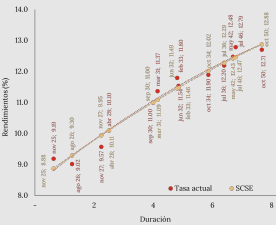
Pronósticos TES-TF

Gráfica 1.1: Pronóstico Curva cero cupón TES-TF a un mes



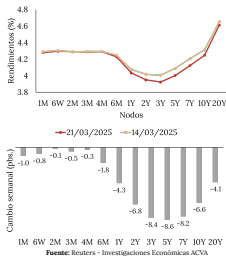
Fuente: investigaciones Económicas

Gráfica 1.2: Cálculo valor justo TES-TF

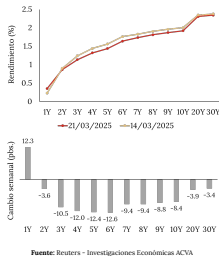


Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas

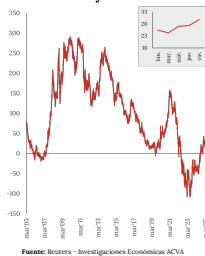
Gráfica 2.1: Evolución curva Tesoros Estadounidense



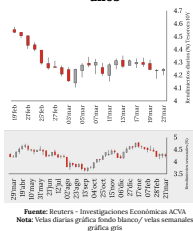
Gráfica 2.2: Evolución curva TIPS Estadounidense



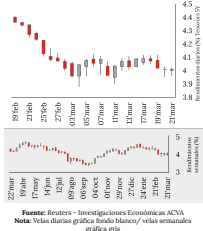
Gráfica 2.3: Spread EE.UU. 10y-2Y



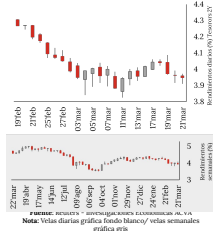
Gráfica 2.4: Evolución rendimiento EE.UU. a 10 años



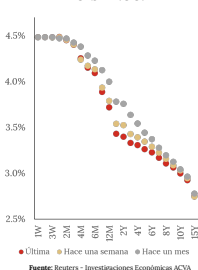
Gráfica 2.5: Evolución rendimiento EE.UU. a 5 años



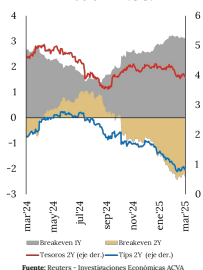
Gráfica 2.6: Evolución rendimiento EE.UU. a 2 años



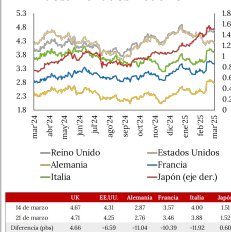
Gráfica 2.7: Evolución curva OIS EE.UU.



Gráfica 2.8: Breakeven inflation EE.UU.

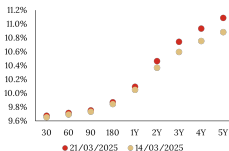


Gráfica 2.9: Evolución desarrollados nodo 10Y



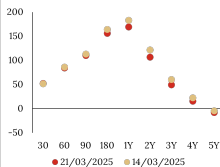
Fuente: Reuters - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.19: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada TF



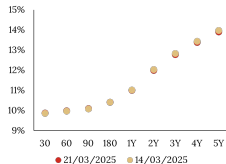
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.20: DP-TF VS. TES-TF



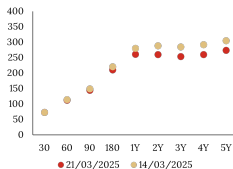
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.21: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IBR



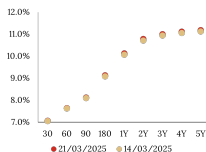
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.22: DP-IBR VS. TES-TF



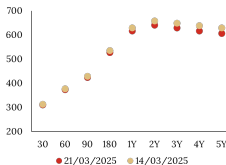
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.23: Evaluación Semanal Curva Deuda Privada IPC



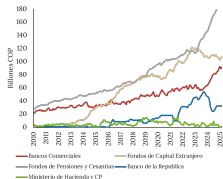
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.24: DP-IPC VS. TES-UVR



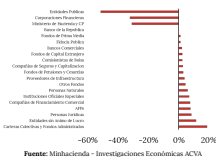
Fuente: PIP - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.25: Evolución tendencias principales agentes



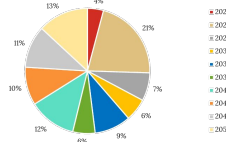
Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.26: Variaciones Tenedores de TES - febrero



Fuente: MinHacienda - Investigaciones Económicas ACVA

Gráfica 2.27: 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.

