

No. 1617

Julio 29 de 2024

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidente

Andrea Ríos S.
Jefe de estudios
macroeconómicos

Fabián Suárez N.
Jefe de estudios sectoriales

Investigadores
Laura Llano C.
María Camila Carvajal P.
María Camila Oliveros M.
Juan Felipe Triana G.
Sofía Vega A.
Laura Castaño O.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF



@ANIFCO

EL ACERTIJO DE LAS TASAS DE LOS TES, LAS TASAS DE CORTO PLAZO Y LA PRIMA A PLAZO

- En lo corrido del año, las tasas de referencia del Banco de la República han caído 125 puntos básicos y esperamos un recorte adicional en julio que llevaría las tasas a un nivel de 10,75%.
- Otras tasas de mercado, como las hipotecarias, también han caído, lo cual impactará la economía positivamente en el segundo semestre.
- Las tasas de los TES, paradójicamente, han subido frente a enero de este año. La tasa cero cupón a 10 años se ubica en 11,14%, 150 puntos básicos más que a finales de enero. La referencia a 5 años exhibe una tasa 110 puntos básicos más alta para el mismo período.
- Una descomposición teórica de la tasa de un TES cero cupón a 5 años muestra que los actuales niveles se explican por la expectativa de una tasa de corto plazo de 7,8% para los próximos 5 años y una prima a plazo (*term Premium*) de 3,6%.
- Una tasa de corto plazo promedio esperada de 7,8% parece alta, pero está en línea con lo observado en el mercado de derivados.
- La prima a plazo aumentó frente a niveles prepandemia en línea con una mayor prima de riesgo país asociada a preocupaciones en materia fiscal y de crecimiento.
- Si bien los precios de mercado reflejan la amplia incertidumbre de los activos colombianos en varios frentes, estos estimativos sugieren que hay un espacio de valorización de los TES de mediano y largo plazo en la medida que el choque inflacionario se disipe.

A medida que el choque inflacionario en Colombia ha venido cediendo, el Banco de la República ha reducido las tasas de interés de corto plazo. En su última reunión de junio la autoridad monetaria optó por un recorte de 50 puntos básicos, para llevar la tasa de referencia a un nivel de 11,25%. Esta semana se espera una nueva decisión, lo que podría llevar la tasa de referencia a 10,75%. Otras tasas de interés han venido también en descenso, lo cual tendrá un efecto positivo en la actividad económica. Hace poco, por ejemplo, varias entidades bancarias anunciaron un recorte en las tasas que ofrecen para créditos hipotecarios.

Un caso particular tiene que ver con las tasas de los títulos de deuda pública en pesos, los TES. Después de alcanzar máximos de varios años a finales de 2022, las tasas de los TES de largo plazo tuvieron un descenso importante hasta comien-

Julio 29 de 2024

zos del año, pero en los últimos meses han vuelto a subir. La tasa cero cupón a 10 años se encuentra en niveles de 11,14%, 150 puntos básicos más alta de lo observado a finales de enero, en contraste con la reducción de 175 puntos básicos en la tasa de política monetaria durante el mismo lapso, y de 225 si incorporamos un eventual recorte adicional en la reunión de julio.

A diferencia de las tasas de corto plazo, las tasas de mediano y largo plazo de los TES capturan el riesgo país, primas de liquidez y plazos, entre otros. En años recientes, las operaciones de canje del Gobierno, que retoman títulos de corto plazo y aumentan la oferta de papeles de larga duración, también han jugado un rol importante en la formación de las tasas de mediano y largo plazo.

Para entender la dinámica de las tasas de mediano y largo plazo usualmente se utilizan indicadores de la prima de riesgo como los Credif Default Swaps (CDS) o alguna medida de diferencias de tasas como el EMBI calculado por JP Morgan. La literatura académica enfatiza que las tasas de mediano y largo plazo se pueden descomponer en la senda esperada de tasas de corto plazo y una prima en función de la duración de los títulos.

La hipótesis de expectativas sugiere que las tasas de los bonos con diferentes plazos corresponden simplemente al promedio de la senda esperada de la tasa de corto plazo. Muchos trabajos académicos muestran que la evidencia sugiere que para entender las tasas es necesario introducir el concepto de prima de plazo (*term premium*).

Utilizando datos para la curva de rendimientos cero cupón de los TES para diferentes plazos (entre seis meses y 10 años) entre enero de 2006 y mayo de 2024 descomponemos las tasas de mediano y largo plazo entre los dos componentes antes mencionados: i) la tasa esperada de corto plazo, también conocida como tasa de interés neutral esperada, y ii) la prima a plazo. La metodología para esta descomposición se basa en el trabajo de Adrian, Crump y Moench (2013)¹. La gráfica 1 presenta los resultados de dicho ejercicio para un TES de 5 años. La descomposición permite separar la tasa observada de un TES cero cupón a 5 años, entre la tasa de corto plazo esperada para los próximos 5 años y la prima a plazo, es decir, la tasa que los inversionistas demandan como contraprestación a tener un título de mayor duración. El componente de tasa esperada captura cambios en la expectativa de las tasas de corto plazo de política monetaria. La prima a plazo usualmente captura la prima de riesgo del emisor. En este caso, al hacer referencia a títulos de deuda pública, la prima a plazo refleja preocupaciones en materia de sostenibilidad fiscal y crecimiento, entre otros.

Como ilustra la gráfica 1, la tasa de los TES a 5 años alcanzó máximos de varios años hacia finales de 2022, tanto por un aumento en las tasas esperadas de corto plazo, debido al choque inflacionario, como por un aumento importante en la prima a plazo. Dicha prima alcanzó un nivel de 5%, superior al nivel promedio de 2,3% en el quinquenio antes de la pandemia. Las tasas de los TES corrigieron desde ese momento y el estimativo para mayo de este año muestra una reducción de 290 puntos básicos en el componente de expectativas de tasas y 120 pun-

¹ Adrian, T., Crump, R. K., & Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138.

Julio 29 de 2024

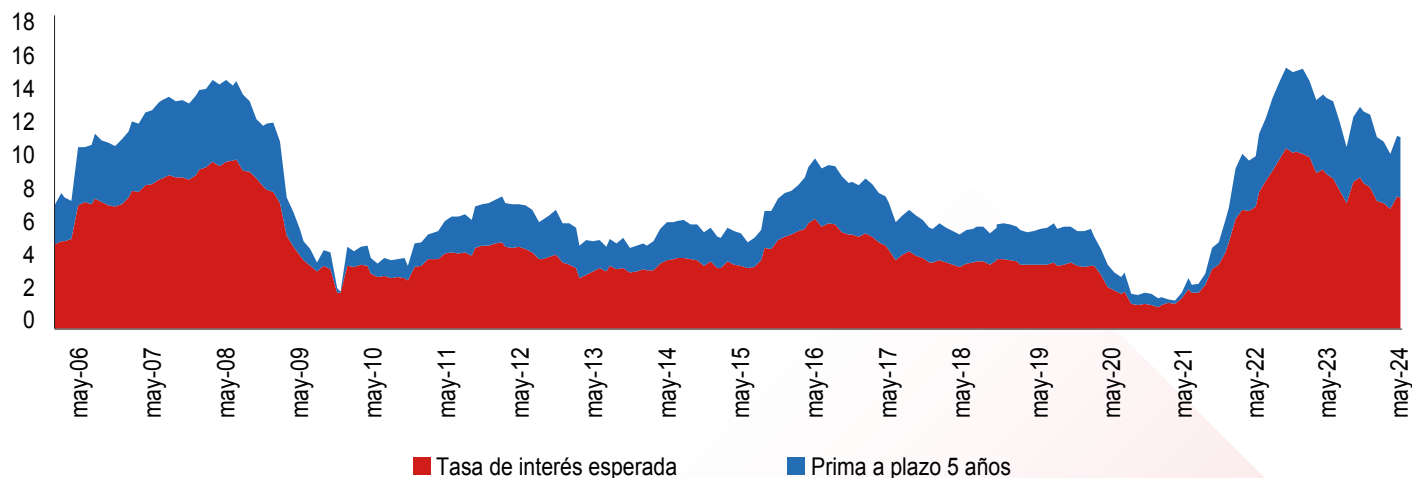
tos básicos en la prima a plazo. De acuerdo con esta descomposición, la tasa de los TES a 5 años más reciente se explica por una tasa promedio de corto plazo de 7,8% y una prima a plazo de 3,6%.

Una tasa de corto plazo esperada para los próximos 5 años de 7,8% luce contradictoria con la expectativa de que la inflación se normalizará en 2025, cuando alcanzaría de nuevo la meta de inflación, como lo anticipan la mayoría de los analistas y la propia autoridad monetaria. Esta cifra podría ser resultado de un problema metodológico en la descomposición. No obstante, y de manera paradójica, no está muy alejada de las tasas asociadas a las operaciones de derivados. Los datos de la curva swap IBR de Precia muestran el nodo de 5 años por encima del 8%. Es cierto que este mercado de derivados es poco líquido, en particular en operaciones de más de un año y medio. No obstante, incluso los contratos a un año sugieren unas tasas de corto plazo de referencia

por encima de lo esperado por los analistas. Tanto la descomposición aquí presentada como las tasas obtenidas del mercado de derivados sugieren que el Banco de la República mantendrá sus tasas más altas por mucho más tiempo de lo esperado, quizás en reflejo de un choque fiscal más persistente. Para aquellos inversionistas que anticipen una reducción más pronunciada de tasas, estos niveles de tasas esperadas deberían ser una señal de compra.

El componente de prima a plazo parece estar más en línea con la lectura de los analistas y es también consistente con el mercado de CDS. Desde que Colombia perdió el grado de inversión, la prima de riesgo país ha venido en aumento bajo diferentes métricas. Un aumento de la prima a plazo de 130 puntos básicos frente a niveles prepandemia parece estar en línea con el incremento tanto en el EMBI Colombia como en el CDS a 5 años. El país tiene un reto enorme en materia fiscal y viene produciendo

Gráfico 1. Descomposición tasa de TES cero cupón a 5 años (%)



Fuente: cálculos ANIF.

Julio 29 de 2024

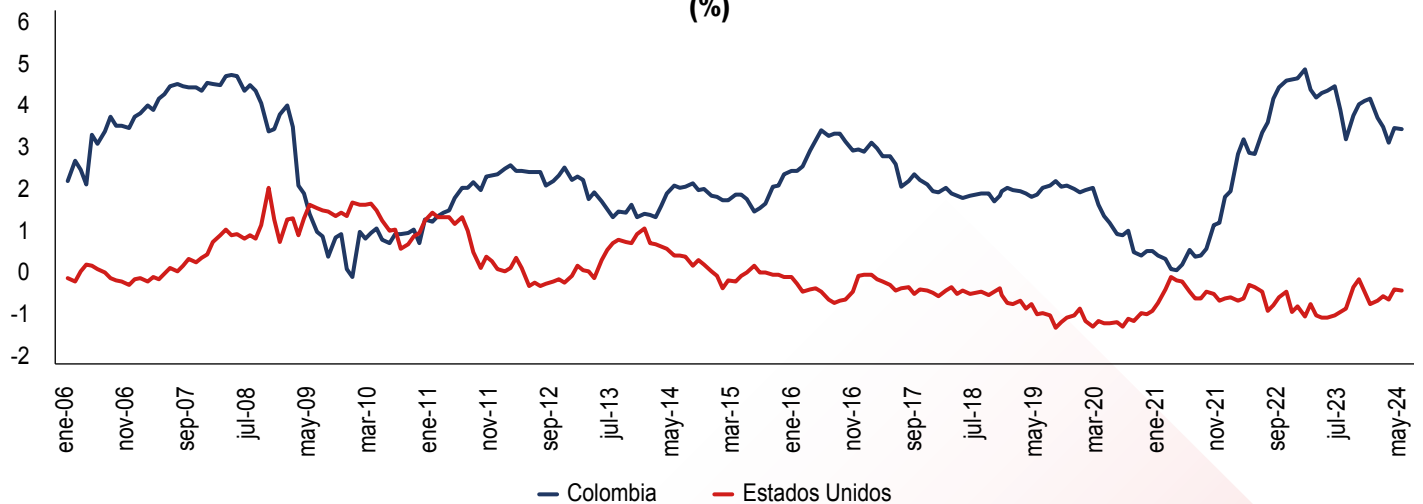
unas cifras de inversión que auguran un menor crecimiento en el mediano y largo plazo.

Es evidente que la percepción de riesgo por parte de los mercados es cambiante y volátil. La prima a plazo de 5% observada a finales de 2022 es quizás resultado de una sobrerreacción frente a anuncios en aquel entonces por parte del Gobierno, que finalmente nunca se materializaron en acciones de política económica, como la idea de un eventual control de capitales. Los mercados financieros lucen actualmente más tranquilos frente a la agenda de reforma y eventuales políticas del Gobierno Petro, dado los pesos y contrapesos institucionales del país. No obstante, los mayores niveles de la prima a plazo, así como de la prima de riesgo país, evidencian preocupaciones sobre temas estructurales como el fiscal. La gráfica 2 compara la prima a plazo a 5 años de Colombia con Estados Unidos con fuente de la Reserva Federal de Nueva York. Para el caso de Estados Unidos se obser-

va que, a pesar de las crecientes preocupaciones en materia fiscal, la prima a plazo ha vuelto a niveles similares a los de prepandemia y anteriores al choque inflacionario reciente.

La descomposición de las tasas de los TES entre expectativas de tasas de corto plazo y prima a plazo sugiere que buena parte de los rendimientos de los títulos a mediano plazo está explicada por la incertidumbre de la extensión del choque inflacionario y la postura de política monetaria. Son buenas las razones para mantener una postura precavida frente a este tema, dado la amplia gama de fuentes de incertidumbre tanto locales como externas en materia de presiones inflacionarias. No obstante, si pensamos que la prima a plazo debería capturar el grueso de los riesgos, y bajo el escenario de una inflación en descenso hacia la meta en 2025, este ejercicio sugiere que los TES a mediano y largo plazo todavía tienen un espacio importante de valorización.

Gráfico 2. Prima a plazo 5 años (%)



Fuente: cálculos ANIF y Reserva Federal de Nueva York.

Julio 29 de 2024

INDICADORES ECONÓMICOS							
\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL							
			1 2 julio 2024	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1.	Medios de pago (M1)		180.510	6,9	5,1	2,5	-7,2
2.	Base monetaria (B)		148.779	6,2	6,9	4,4	-1,6
3.	Efectivo		112.768	8,3	6,7	3,0	-2,2
4.	Cuentas corrientes		67.742	4,6	2,6	1,7	-14,2
6.	5. Cuasidineros		606.649	9,6	10,3	10,2	14,6
	Total ahorro bancos comerciales		296.457	10,5	11,3	8,8	-9,5
	7. CDTs		310.192	8,8	9,4	11,6	53,0
	8. Bonos		25.775	-15,3	-14,4	-11,8	-13,5
	9. M3		839.392	7,5	7,3	6,5	7,4
	10. Cartera total		626.798	0,5	0,4	1,0	8,4
	11. Cartera moneda legal		611.180	0,8	0,8	1,9	8,9
12.	Cartera moneda extranjera		15.618	-9,8	-13,7	-26,8	-6,6
	13. TES(2)	jul-19	554.549	14,7	13,5	12,6	13,4
	14. I.P.C.	Jun		7,18	7,16	7,36	12,13
	15. IPC sin alimentos	Jun		7,64	7,83	8,76	11,62
	16. IPC de alimentos	Jun		5,27	4,40	0,75	14,31
	17. TRM (\$/US\$)	Jul28	4.035,00	2,62	0,14	-15,64	-11,05

VALORES ABSOLUTOS					
18. Reservas internacionales(3)		61.629	60.986	59.817	58.152
19. Saldo de TES (\$MM)		554.548,67	540.197,69	522.740,68	483.655,16
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Jul28	\$ 374,3947	\$ 372,9854	\$ 368,6488	\$ 349,3447
21. DTF efectiva anual	Jul 22 - Jul 28	10,07	10,13	10,49	13,50
22. Tasa interbancaria efectiva	Jul25	11,25	11,75	12,24	13,26

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 19 de julio, último corte disponible.
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.

FECHAS CLAVE
Julio 29 a Agosto 2 de 2024
LUNES 29
Reino Unido: Créditos de consumo, junio. Japón: Tasa de desempleo de junio.
MARTES 30
COL: Índice de Costos de la Construcción de Obras Civiles (ICOCIV). U.E: Confianza del consumidor, julio. U.E: PIB segundo trimestre. Francia: PIB segundo trimestre. España: PIB segundo trimestre. Alemania: PIB segundo trimestre. Italia: PIB segundo trimestre.
MIÉRCOLES 31
COL: GEIH - Mercado laboral junio. COL: Estadísticas de Cemento Gris (ECG). COL: Índice de Costos de la Construcción de Edificaciones (ICOCED). COL: Tasa de Intervención del Banco de la República.
JUEVES 1º
EE.UU: Tasa de intervención de la FED. U.E: Índice armonizado de precios para el consumidor. España: Balance cuenta corriente.
VIERNES 2
COL: Encuesta Mensual de Servicios de Bogotá (EMSB).