



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *El contexto internacional de una economía perdiendo impulso rápidamente, al tiempo que la inflación y las tasas de interés aumentaron significativamente, generaron un fuerte aplanamiento en las curvas de la deuda pública mundial desde el año pasado. En mercados avanzados, particularmente en EEUU, la curva de rendimientos de los Tesoros se encuentra invertida en niveles no vistos en cuatro décadas.*
- *Una curva invertida suele ser sinónimo de pérdida de confianza en el futuro y predictor de crisis, pero no necesariamente es el apocalipsis. De hecho, ofrece algunas alternativas básicas de inversión para portafolios concentrados en renta fija.*
- *La curva TES COP no ha sido ajena a este entorno mundial y se ha aplanado de forma importante desde el año pasado. No obstante, si bien hay evidencia empírica que sugiere una curva invertida en el futuro cercano, existen algunos factores por los cuales, en la práctica, dicho escenario no tiene una probabilidad de ocurrencia alta.*
- *Primero, la referencia de más corto plazo en la curva, los TES2024, tienen una distorsión de demanda por el alto cupón que pagan, la cercanía a su vencimiento y las operaciones de canje que ha hecho la Nación utilizando ese papel. Segundo, si la referencia de corto plazo fuesen los TES2025, su duración está más próxima a los 2 años y además tienen una liquidez muy baja en el mercado, por lo cual sus tasas se estarían contagiando de la distorsión de los TES2024.*
- *En tercer lugar, el aumento estructural de la prima de riesgo-país en Colombia tiene afectaciones más directas sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo en la curva. Aislado este factor de riesgo inherente en el mercado de deuda pública, y suponiendo que los determinantes solo fuesen monetarios-nominales, es posible demostrar que la curva TES COP ya debería estar invertida.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

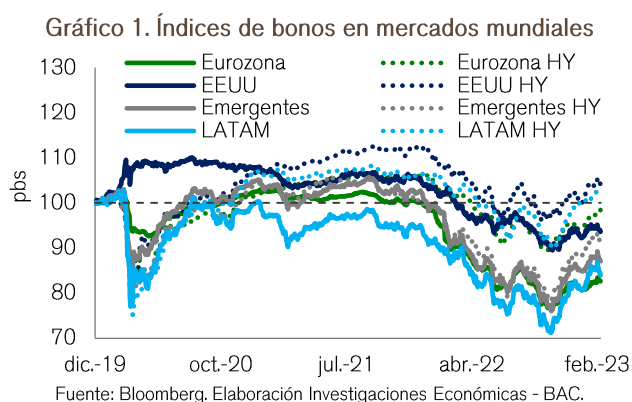
Gabriel F. Granados
P.S. – Mercados Financieros
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co



Sin miedo a la inversión

Durante el bienio 2021-2022, la renta fija mundial tuvo su peor desempeño desde la gran recesión de 2008-2009, en medio de un entorno de elevada inflación (la más alta del milenio en curso) y aumentos agresivos en las tasas de interés de política monetaria para combatirla.

Guardando coherencia en las herramientas de política, el ajuste en la postura de los Bancos Centrales (BC) también marcó el final de los programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), los cuales se habían adoptado para hacer frente a la crisis desatada por la pandemia.



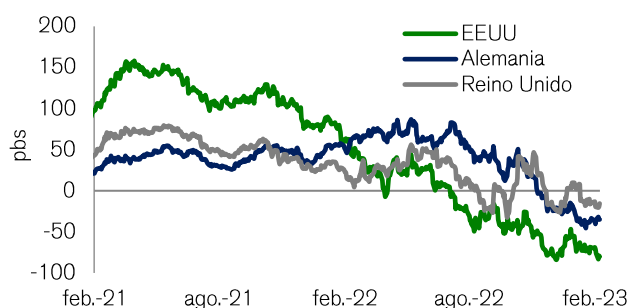
Este fue un golpe especialmente duro para los bonos soberanos, pues no sólo el aumento de las tasas de política monetaria y la inflación (que erosionó la rentabilidad real) afectaron negativamente sus precios. El QE, por construcción, se concentra en títulos de deuda pública, lo que crea una demanda artificial que ayuda a estabilizar los mercados financieros y reducir las tasas de interés de la deuda pública. Finalizados esos QE, el grueso de la demanda total por bonos soberanos desapareció cuando la postura monetaria de los BC se tornó restrictiva.

Una buena muestra de lo anterior es comparar lo que ocurrió con los índices de bonos soberanos y de bonos de alto rendimiento (HY) durante buena parte del bienio 2021-2022. En efecto, las mayores desvalorizaciones del periodo se observaron sobre los bonos soberanos, llegando a perder casi un 7% más que los bonos HY, en promedio (Gráfico 1). Ciertamente, ese comportamiento no fue tan evidente en el caso de los Tesoros en EEUU, lo

que en gran medida obedece a su característica de ser activos de refugio por excelencia.

Al tiempo que las tasas de interés en los mercados de deuda aumentaron, el *spread* inter-temporal de las curvas de rendimientos se cerró rápidamente. Incluso, la pendiente de las curvas de rendimientos en la deuda pública de mercados avanzados se tornó negativa desde el año 2022 (Gráfico 2), algo que técnicamente se conoce como una “inversión de la curva”.

Gráfico 2. Pendiente en curvas de deuda pública AV*



En esencia, una curva de rendimientos invertida significa que las tasas de interés de los bonos de corto plazo son mayores que las tasas de los bonos a plazos-vencimientos superiores. Esta situación es atípica, pues lo normal es que la pendiente de una curva de rendimientos sea positiva en la medida que, a mayor plazo, los inversionistas exigen una prima de riesgo inter-temporal que hace que los rendimientos de títulos de largo plazo sean superiores a los de corto plazo.

Una curva de rendimientos invertida suele ser sinónimo de una pérdida de confianza en el futuro y un predictor de crisis. No en vano, al menos en EEUU, la inversión de la curva de rendimientos de los Tesoros anticipó 7 de las últimas 8 recesiones desde 1969. Cuando esto ocurre, los inversionistas exigen una menor prima de riesgo inter-temporal a cambio de la tenencia misma del bono (demanda por activos seguros), y eso hace que las tasas de interés de largo plazo bajen.

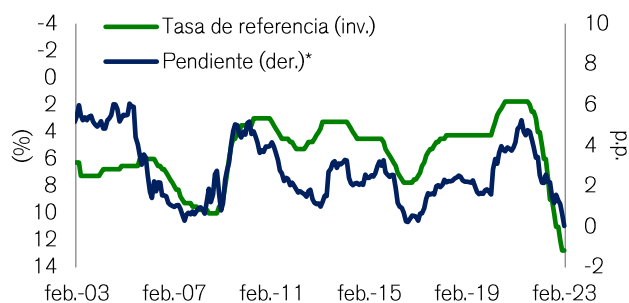
La coyuntura actual es particular. La probabilidad de una recesión en las economías avanzadas para 2023 bordea el 70% y las cifras de actividad en el mundo entero dan



cuenta de una fuerte desaceleración en el crecimiento económico (ver “Contexto externo” en [IMCE – Febrero 13 de 2023](#)), haciendo que la demanda por activos seguros como los bonos sea relativamente alta. Además, el agresivo aumento de las tasas de política monetaria tiene efectos más directos en los rendimientos de los bonos de corto plazo frente a los bonos de largo plazo.

Como consecuencia, las tasas de interés de corto y largo plazo han aumentado desde 2021, pero con mucha más fuerza las de corto plazo. Los niveles negativos de las pendientes en estos mercados (curvas de rendimientos invertidas) son significativos, siendo el caso de EEUU el más llamativo con un diferencial de -80 pbs, algo no visto desde la década de los 80's del siglo pasado.

Gráfico 3. Ciclo monetario de BanRep y curva TES COP



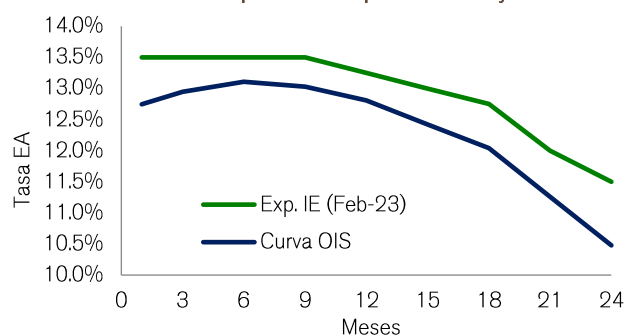
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre TES COP 10 años y 1 año en la curva cero cupón.

En Colombia, la desaceleración de la economía está siendo fuerte y las tasas de interés de BanRep han aumentado 11 p.p. desde septiembre de 2021. La curva de rendimientos de los TES COP no ha sido ajena a este contexto macroeconómico, y como ocurre en el resto del mundo, su pendiente se ha reducido significativamente (Gráfico 3). Desde los máximos de 550 pbs de mediados de 2021, a la fecha el diferencial teórico en la curva cero cupón es prácticamente nulo.

Nuestra expectativa es que BanRep lleve la tasa de referencia en marzo a un techo de 13.5% y que allí la mantenga durante buena parte del año, antes de comenzar un ciclo de recortes que se prevé muy gradual (ver “Precios y política monetaria” en [IMCE – Febrero 13](#)

[de 2023](#)). Por ahora, el mercado está descontando niveles de tasa alrededor de 13% para los próximos 3-6 meses, por debajo de nuestras expectativas. Además, en el horizonte de 1 a 2 años, dicha desviación negativa de la curva OIS frente a nuestra trayectoria de tasas es del orden de 50 pbs (Gráfico 4).

Gráfico 4. Tasas implícitas swaps IBR vs trayectoria IE



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC

En teoría, si se materializa nuestra expectativa de tasas de BanRep (o que es lo mismo, ocurre una sorpresa monetaria para el mercado), lo anterior significa que los rendimientos de los TES COP tendrían que ajustarse al alza para cerrar esa desviación. Pero desde este punto vista, los TES de corto plazo resultan ser los más vulnerables a potenciales desvalorizaciones asociadas a una corrección de expectativas, siendo también el canal más probable por el cual se podría generar una inversión de la curva.

Adicional a lo anterior, existe evidencia que sugiere que las tasas de interés de mediano y largo plazo en la curva de TES COP, una vez el mercado descuenta en su totalidad el techo del ciclo monetario, descienden más rápidamente que las tasas de corto plazo. Esto siempre ha favorecido el aplanamiento de la curva, lo que a su vez es consistente con una preferencia natural de los inversionistas a incrementar duraciones en todo fin de ciclo monetario contractivo.

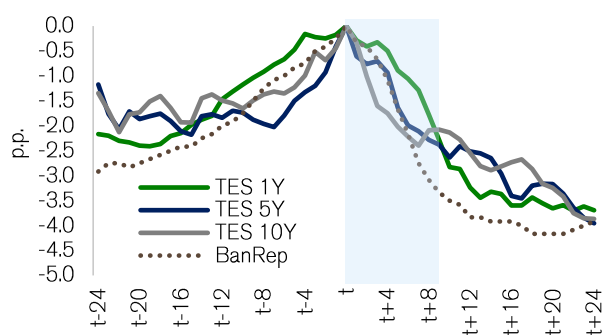
Para el cálculo tomamos los últimos 3 ciclos completos donde las tasas de interés de política subieron/bajaron al menos 200 pbs¹. Fijando el momento donde la tasa de

¹ Estos tres ciclos son: i) mayo de 2006 hasta noviembre de 2009; ii) marzo de 2011 hasta mayo de 2013; y iii) octubre de 2015 hasta mayo de 2018.



BanRep y las de los TES COP llegaron a su respectivo pico (periodo t), encontramos que, en promedio, los rendimientos de los TES de mediano (5Y) y largo plazo (10Y), durante los primeros 5-6 meses, se reducen en 2 y 2.2 p.p., respectivamente (Gráfico 5). En el caso de los TES de corto plazo (1Y), durante el mismo horizonte de tiempo, la reducción promedio de las tasas de interés fue de 1.1 p.p., es decir, apenas la mitad del movimiento de las tasas de mayor plazo en la curva.

Gráfico 5. Respuesta de los TES a ciclos monetarios



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En el actual ciclo monetario de 2021-2023, este patrón de comportamiento en la curva se ha mantenido. En efecto, mientras que las tasas de los TES de mediano y largo plazo han descendido en conjunto cerca de 200 pbs desde sus valores máximos, las de los TES de corto plazo lo han hecho en apenas 61 pbs.

Todo lo anterior significa que la inversión de una curva de rendimientos no necesariamente es un apocalipsis. Es más, ofrece alternativas básicas de inversión para un portafolio concentrado en títulos de renta fija, ponderando duraciones de más largo plazo.

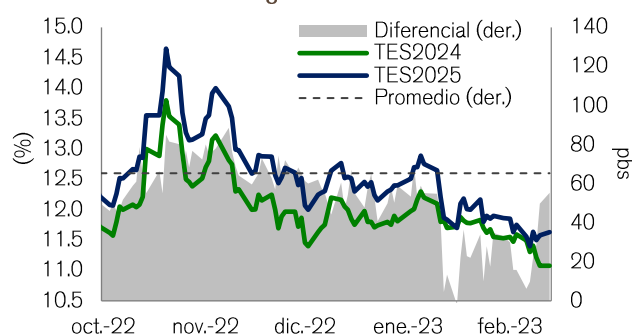
Sin embargo, muchos factores de incertidumbre en 2023 todavía inclinan la balanza hacia mantener posiciones de duración corta y alta liquidez. Además, aunque la evidencia teórica es contundente y reforzaría una recomendación para alargar duraciones, en la práctica existen algunos factores técnicos que hacen poco probable el escenario de una curva TES COP invertida.

En **primer lugar**, la referencia de más corto plazo en la curva son los TES con vencimiento en julio de 2024 (TES2024). Como es usual, cuando un título se acerca al

vencimiento (típicamente cuando la duración se reduce a menos de 1 año), su demanda tiende a incrementarse y a afectar a la baja las tasas de negociación.

En un sentido estricto, restan aún 5 meses para que los TES2024 tengan un vencimiento inferior a 1 año. No obstante, sus tasas de negociación en el mercado secundario ya se cotizan cerca de 11%, unos 170 pbs por debajo de las tasas de los TCO con vencimiento en diciembre de 2023 y 180 pbs por debajo del IBR a 12 meses implícito en la curva OIS.

Gráfico 6. Tasas de negociación en mercado secundario



Fuente: SEN. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Adicionalmente, es importante recordar que, en el marco de las operaciones de manejo de la deuda pública interna, la Nación ha venido recogiendo TES2024 a través de canjes desde el año 2021. A la fecha, el ahorro fiscal para el próximo año asociado a estas operaciones asciende a COP 1.2 billones. Si bien es una cifra que luce relativamente baja frente al monto circulante de la emisión (COP 24.5 billones), es de esperar que más canjes recibiendo TES2024 puedan ocurrir a lo largo de 2023, presionando por esta vía sus rendimientos a la baja.

En **segundo lugar**, los TES2024 pagan un cupón de 10%, el segundo más alto entre todas las referencias actuales de la curva TES COP. En efecto, este cupón sólo está por debajo del 13.25% que pagan los TES2033, y es ampliamente superior al cupón promedio de 7.68% de todas las referencias de la curva. Con una inflación que cerraría 2023 en 9.8% (promedio-año cerca del 12%), un cupón de 10% luce muy atractivo, haciendo que por efecto demanda las tasas de negociación de los TES2024 también estén presionadas a la baja.



Por duración, la siguiente referencia en la curva TES COP son los TES2025. En principio, para un cálculo correcto de la pendiente de la curva que sustituya los TES2024, los TES2025 serían la opción natural. Estos papeles pagan un cupón muy bajo (6.25%) y no tienen una liquidez alta, razón por la cual el *spread* histórico contra los TES2024 es del orden de 65 pbs.

A pesar de lo anterior, este diferencial se ha cerrado significativamente en lo corrido de 2023, llegando incluso a ser prácticamente nulo (Gráfico 6). En jornadas recientes, el *spread* aumentó hacia niveles de 50 pbs, pero se mantiene por debajo de su promedio histórico. Esto podría significar que las tasas de los TES2025 se han contagiado de la distorsión de los TES2024, un problema que obedecería justamente a la baja liquidez que tienen estos títulos en el mercado.

Gráfico 7. Diferencial en curvas* vs prima de riesgo-país



Fuente: Bloomberg y BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.
*Se calcula como el *spread* entre las tasas de interés a 10 años y 1 año.

En **tercer y último lugar**, algo que hace distinta la lectura de la pendiente de una curva en países emergentes como Colombia, frente a un país desarrollado como EEUU, es el riesgo-país implícito en el primero. Esto significa que las tasas de interés de los TES, especialmente las de mediano y largo plazo, incorporan una prima adicional asociada a la percepción de riesgo-país que miden los inversionistas, más allá de la prima inter-temporal.

Las tasas de interés de los Tesoros de EEUU son un *Benchmark* para el cálculo de primas de riesgo en todo el mundo, pues en principio son tasas “libre de riesgo”. Dada esta característica, una inversión de la curva en EEUU es más efectiva para medir la confianza del futuro y predecir recesiones, pues no tiene la distorsión del riesgo-país.

Adicionalmente, vale la pena recordar que Colombia perdió el grado de inversión (IG) hacia mediados de 2021. Como lo analizamos en un informe reciente, la pérdida del IG, según nuestras estimaciones, ha generado un aumento estructural entre 50-80 pbs en la prima de riesgo-país (ver “¿Cambio estructural?” en [CE – Enero 16 de 2023](#)). Por definición, esta mayor prima afecta al alza las tasas de interés de los TES de más largo plazo, restándole al mismo tiempo probabilidad de ocurrencia a la inversión de la curva TES COP.

Una buena forma de demostrar lo anterior es comparar la pendiente de la curva de deuda pública con el diferencial de las tasas implícitas en la curva OIS. Mientras que la curva TES COP tiene implícito el riesgo-país, la curva OIS no considera el riesgo crediticio del sistema financiero, el cual tiende a estar atado al riesgo soberano.

Tomando de nuevo la pendiente de la curva TES COP cero cupón, desde el choque de la pandemia en 2020 se consolidó una divergencia contra el diferencial de la curva OIS (Gráfico 7). Lo anterior coincide con la pérdida del IG en 2021 y el consecuente salto estructural que tuvo la prima de riesgo-país desde ese año, haciendo que el valor de la pendiente de la curva TES COP se hiciese mayor al de la curva OIS.

Más aún, el diferencial en la curva OIS se tornó negativo desde febrero de 2022, momento en el cual BanRep aceleró el ajuste de los aumentos mensuales de la tasa de referencia. Esto indica que, si fuese exclusivamente por factores monetarios como lo refleja la curva OIS (siempre mide mejor el verdadero costo de fondeo interbancario en el mercado), la curva TES COP ya debería estar invertida, pero no lo ha hecho por la presión inherente de la prima de riesgo-país.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
