

## Recuadro 3

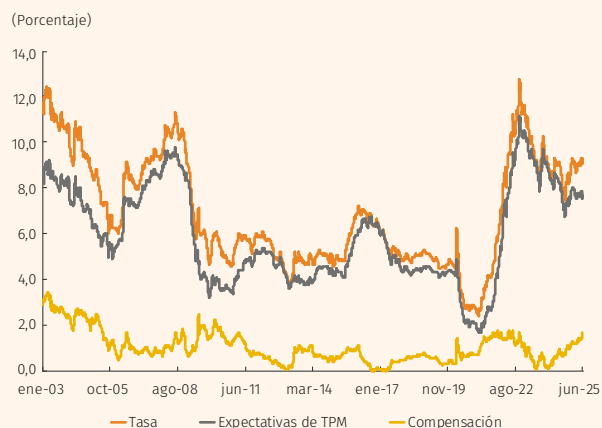
# Determinantes de las tasas de interés de la deuda soberana a diferentes plazos

Gráfico R3.1  
Expectativas de política monetaria a dos años provenientes de mercados financieros



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.2  
Descomposición de la tasa de los TES a dos años



Fuente: Banco de la República.

**Las tasas de interés de la deuda pública suelen responder a distintos determinantes, dependiendo del plazo.** Desde 2024 las tasas de interés de corto plazo de la deuda pública colombiana en pesos (TES) han disminuido en línea con los recortes de la tasa de interés de política monetaria (TPM) del Banco de la República. Por el contrario, las tasas de interés de largo plazo han aumentado, impulsadas por otros factores estructurales. En este contexto, el presente recuadro tiene como objetivo identificar los principales factores que han impulsado dicho aumento durante el último año y medio. La evidencia sugiere que el incremento en las tasas de interés de largo plazo obedece, principalmente, al deterioro del panorama fiscal del país<sup>1</sup>.

**En general, las tasas de interés de corto plazo están influenciadas, en especial, por la TPM y por las expectativas del mercado sobre su trayectoria futura.** En Colombia, esta relación puede analizarse descomponiendo las tasas de interés de los TES de corto plazo en dos factores: las expectativas del mercado sobre el rumbo futuro de la política monetaria y una compensación por invertir a un plazo más largo<sup>2</sup>. Estas expectativas de política monetaria se pueden extraer principalmente de encuestas, del mercado de TES o del mercado de instrumentos financieros derivados (*swaps*)<sup>3</sup>, siendo estas dos últimas fuentes muy similares entre sí (Gráfico R3.1). Además, el hecho de que la mayor parte de los movimientos de las tasas de interés de los títulos de corto plazo se explique por estas expectativas (Gráfico R3.2), sugiere que la política monetaria es el principal factor que determina su comportamiento (Espinosa, Melo y Moreno, 2014).

**Por su parte, las tasas de interés de largo plazo están determinadas, en buena medida, por factores estructurales, así como por condiciones macroeconómicas y financieras.** Al igual que las tasas de interés de corto plazo, pueden descomponerse en expectativas de inflación y una compensación adicional por invertir a más largo plazo. Esta última refleja la prima que los inversionistas exigen por mantener títulos a largo plazo en lugar de renovar periódicamente inversiones de corto plazo a lo largo del mismo horizonte (Kopp y Williams, 2018). En otras palabras, la prima por término refleja la compensación requerida por asumir el riesgo de posibles variaciones en las tasas de interés durante la vida del título (Adrian, Crump y Moench, 2014). En el caso colombiano, las tasas de interés de largo plazo suelen estar explicadas tanto por la evolución de las expectativas de inflación como por esa prima adicional. No obstante, durante el periodo analizado, el

1 Para ello se utiliza la aproximación presentada por Botero, Mateus y Ruiz (2023).

2 Elaborado a partir de la metodología propuesta por Espinosa, Melo y Moreno (2014), la cual se basa, a su vez, en la de Adrian, Crump y Moench (2013).

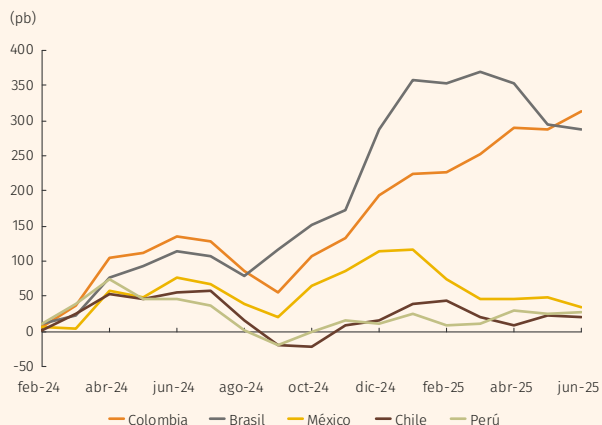
3 En Colombia, los *swaps* de tasas de interés son instrumentos derivados que reflejan las expectativas de política monetaria de los inversionistas, dado que el subyacente de estos activos es la IBR *overnight* compuesta durante el plazo de la operación.

**Gráfico R3.3**  
Descomposición de la tasa de los TES a diez años



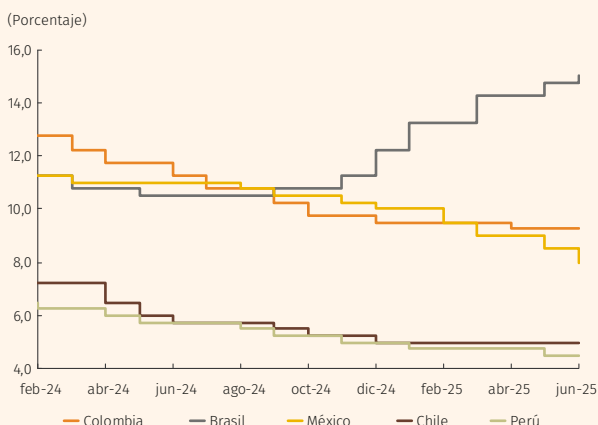
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico R3.4**  
Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en moneda local desde enero de 2024



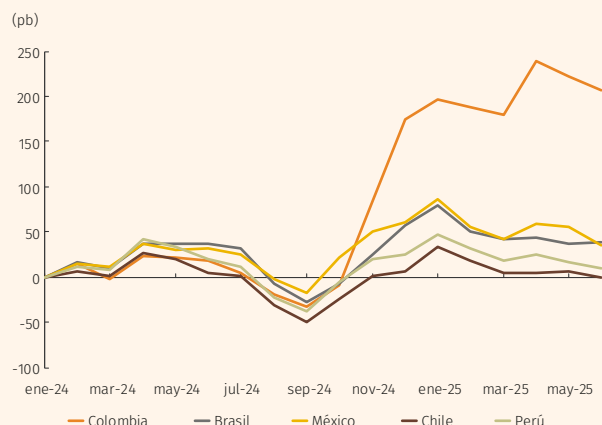
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico R3.5**  
Tasa de política monetaria de los Bancos Centrales de la región



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico R3.6**  
Variación acumulada (pb) de la tasa a 10 años en dólares desde enero de 2024



Fuente: Haver, Bloomberg.

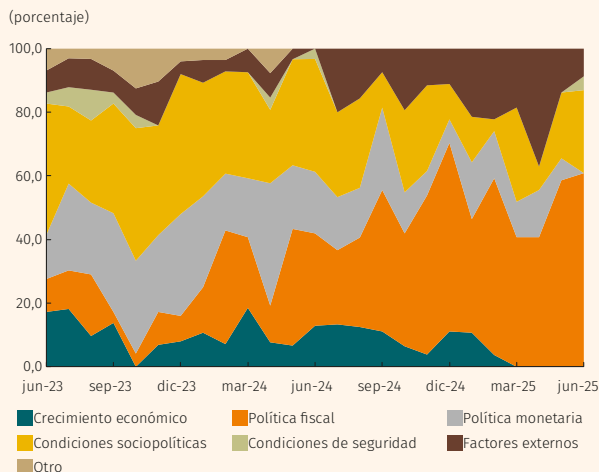
aumento observado de las tasas de interés de largo plazo se explica, principalmente, por el aumento de dicha compensación, mientras que las expectativas de política monetaria han presentado algunas reducciones (Gráfico R3.3).

**El aumento de las tasas de interés se ha presentado tanto en moneda local como en dólares.**

En el caso de las tasas de interés en moneda local (Gráfico R3.4), este repunte ha ocurrido al tiempo que el Banco de la República ha reducido su TPM en 375 puntos básicos (pb) durante este periodo, una reducción superior a la aplicada por los demás bancos centrales de la región. Esto contrasta con Brasil, donde el aumento de más de 300 pb en las tasas de interés en moneda local puede atribuirse, en gran medida, al incremento de 325 pb en la TPM durante el mismo periodo (Gráfico R3.5). En cuanto a las tasas de interés en dólares, los títulos colombianos han presentado aumentos superiores a los registrados para los demás países de la región (Gráfico R3.6).

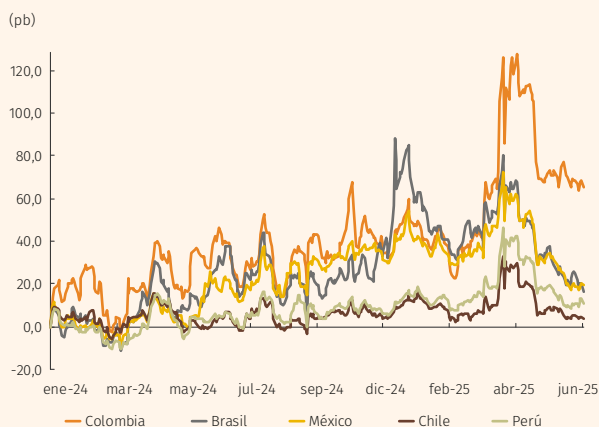
**La descomposición de estas tasas de interés en expectativas de política monetaria y una compensación por invertir a plazos más largos indica que este último factor explica el incremento de los títulos colombianos de largo plazo durante 2024 y lo corrido de 2025.** Con el fin de analizar los determinantes de esta compensación, Botero, Mateus y Ruíz (2023) analizan el caso colombiano y encuentran que históricamente ha estado explicada por cinco factores: 1) la mayor

**Gráfico R3.7**  
Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión



Fuente: Encuesta de opinión financiera (EOF).

**Gráfico R3.8**  
Variación acumulada (pb) del CDS a cinco años desde enero de 2024



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico R3.9**  
Incertidumbre respecto a la inflación



Nota: medida como la desviación estándar de las expectativas de inflación a un año tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República.  
Fuente: Banco de la República.

incertidumbre sobre la inflación futura<sup>4</sup>; 2) el déficit fiscal (como proporción del PIB); 3) el apetito por riesgo en economías emergentes<sup>5</sup>; 4) la menor liquidez<sup>6</sup> y, 5) en menor medida, el riesgo sociopolítico, medido mediante la *Encuesta de opinión financiera*<sup>7</sup> (EOF).

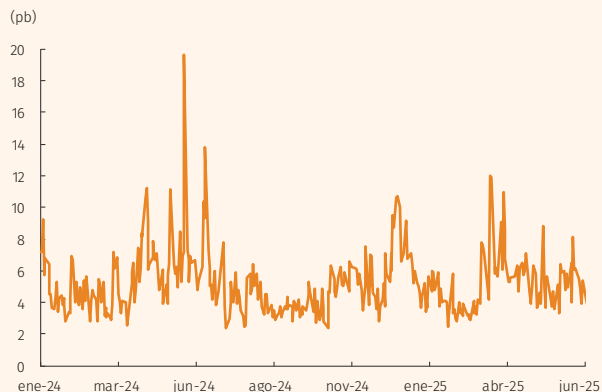
**El deterioro del panorama fiscal del país constituye un factor que podría explicar el incremento en las tasas de interés de largo plazo observado desde 2024.** Por un lado, el déficit fiscal aumentó del 4,2% del PIB en 2023 al 6,7% en 2024. Además, el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) publicado en junio por el Ministerio de Hacienda activó la cláusula de escape de la regla fiscal por tres años, previendo un déficit del 7,1% del PIB en 2025 y del 6,2% en 2026, niveles muy superiores al 2,5% registrado en 2019, antes de la pandemia del covid-19. Lo anterior contribuyó a la reciente rebaja en la calificación crediticia soberana por parte de *S&P* y *Moody's*, anunciada a finales de junio, que implicó que los TES perdieran el grado de inversión<sup>8</sup> (los bonos en moneda externa ya lo habían perdido en 2021).

**Este panorama retador para las finanzas públicas también se ve reflejado en la percepción de analistas y del mercado.** La EOF muestra que durante los últimos dos años ha aumentado significativamente el número de agentes que señalan el frente fiscal como el principal riesgo para el mercado local (Gráfico R3.7). A su vez, la prima de riesgo del país, medida por el CDS a cinco años, ha aumentado considerablemente durante este mismo periodo, por encima de otros países de la región (Gráfico R3.8).

**Por su parte, los otros factores que contribuyen a explicar la compensación que se paga por mantener los títulos soberanos de largo plazo han mostrado un comportamiento favorable recientemente, por lo que no explicarían el repunte observado desde 2024.** En particular, las medidas de incertidumbre sobre la inflación (Gráfico R3.9) y de iliquidez del mercado (Gráfico R3.10) han mostrado una tendencia a la baja, aunque aún se ubican en niveles superiores a sus promedios históricos. Asimismo, la relevancia de las condiciones sociopolíticas ha disminuido, aunque sigue siendo el segundo factor más relevante para los agentes a la hora de tomar decisiones de inversión (Gráfico R3.7). Si bien estos tres factores han presentado un comportamiento favorable durante este periodo, sus niveles aún elevados podrían contribuir a que las tasas de interés de largo plazo permanezcan altas frente a sus promedios históricos. Por último, el apetito por riesgo hacia economías emergentes ha repuntado durante 2025, en consonancia con el desempeño favorable de los títulos de deuda pública en la mayoría de los países de la región (Gráfico R3.11).

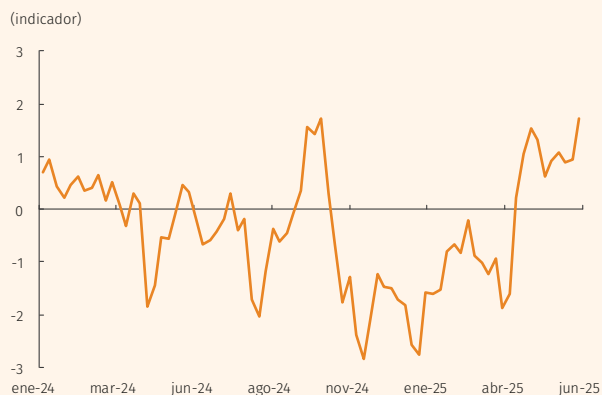
- 4 Medida como la desviación estándar de las expectativas de inflación a un año tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República. Estudios como el de Ceballos, Naudon y Romero (2016) usan esta variable para medir la compensación por riesgo inflacionario.
- 5 Medido con la variable de apetito por riesgo cambiario hacia países emergentes calculada por JP Morgan.
- 6 Medida con el *bid-ask spread* (BAS) de los TES. Un menor nivel de esta variable implica una mayor liquidez del mercado de TES.
- 7 Mensualmente, Fedesarrollo y la BVC publican la EOF, en donde una de las preguntas que hacen a analistas e inversionistas de portafolio es sobre los factores más relevantes a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Una de las posibles respuestas son las condiciones sociopolíticas.
- 8 El 26 de junio *Moody's* rebajó la calificación crediticia del Gobierno de Baa2 a Baa3 (perspectiva estable), aún se mantiene un nodo por encima del grado de inversión. Ese mismo día *S&P Global Ratings* también rebajó la calificación en moneda externa de BB+ a BB, y en moneda local de BBB- a BB+ (ambas con perspectiva negativa). La decisión de *S&P* implica que los TES (deuda en moneda local) hayan perdido su grado de inversión al tener dos de tres calificaciones por debajo del grado de inversión (*Fitch Ratings* ya le había quitado el grado de inversión a Colombia, en moneda local y externa, en 2021).

Gráfico R3.10  
BAS<sup>a/</sup> de TES  
(medida de iliquidez)



a/ El Bid-Ask Spread (BAS) se calcula como la mediana de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta para cada segundo entre las 9:00 am y las 12:30 pm, de cada día para todos TES en pesos que se encuentran en el mercado.  
Fuente: Banco de la República.

Gráfico R3.11  
Apetito por riesgo cambiario hacia economías emergentes



Nota: valores positivos de esta variable indican apetito hacia economías emergentes; valores negativos indican aversión hacia estas economías.  
Fuente: JP Morgan.

**En conclusión, el incremento de las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública colombiana se explica, principalmente, por un aumento en la compensación por invertir a mayores plazos, la cual estaría asociada, en particular, con el deterioro del panorama fiscal del país.**

### Referencias

- Adrian, T.; Crump, R. K.; Moench, E. (2013). "Pricing the term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics*.
- Botero, Ó.; Mateus, J.; Ruíz, C. (2023). "Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse", *Reporte de Mercados Financieros 2T23*.
- Espinosa, J. A.; Melo-Velandia, L. F.; Moreno, J. F. (2014). "Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del gobierno colombiano", Borradores de Economía.
- Kopp, E.; Williams, P. D. (2018). "A Macroeconomic Approach to the Term Premium", IMF Working Papers.