



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *En línea con nuestras expectativas, la Fed mantuvo su tasa de referencia en el rango 5.25% - 5.5%. El plan de la Fed sigue siendo mantener una postura restrictiva hasta que la inflación (actualmente por encima del 3%) retorne al objetivo de política monetaria de 2%.*
- *Sin embargo, aunque las tasas de referencia permanecieron inalteradas, la Fed sugiere que más incrementos en las tasas de interés pueden ocurrir antes de finalizar 2023 y que la postura monetaria permanecería en terreno restrictivo por más tiempo. Esto ha desencadenado una reacción importante en los mercados, con fuertes aumentos en las tasas de interés de los títulos de renta fija y una fortaleza del USD frente al resto de monedas del mundo.*
- *El nuevo material de proyecciones del FOMC para 2023 da cuenta de un crecimiento económico más alto, así como unos niveles de desempleo inferiores frente a lo que se esperaban un trimestre atrás. Esto se encuentra en línea con las recientes cifras de actividad y del mercado laboral en EEUU, reforzando por esta vía la tesis de un aterrizaje suave de la economía.*
- *En este entorno, un nuevo incremento en las tasas de interés de referencia de la Fed podría ocurrir en noviembre o diciembre, meses donde tendrán lugar las últimas dos reuniones de política monetaria de este año. Las tasas de interés comenzarían a disminuir hacia mediados de 2024, pero la incertidumbre todavía es alta.*
- *En nuestro nuevo escenario base, ahora esperamos que la Fed incremente en 25 pbs su tasa de referencia en noviembre hasta el rango 5.5% - 5.75%, el cual sería el último movimiento alcista de este ciclo contractivo. Las reducciones de tasas de interés iniciarían en 2T24 de forma muy gradual, y ya no a principios de año como era nuestro supuesto anterior.*

Natalia Ossa M.

P.S. – Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

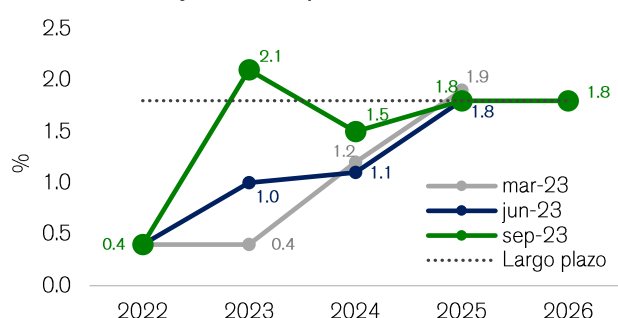


Más altas por más tiempo

En línea con nuestra expectativa y la amplia mayoría del mercado, la Reserva Federal (Fed) mantuvo inalterada su tasa de referencia en el rango 5.25% - 5.5% durante su más reciente reunión de política monetaria. El plan de la Fed sigue siendo mantener una postura restrictiva hasta que la inflación (actualmente por encima del 3%) retorne al objetivo de política monetaria de 2%. Sin embargo, aunque las tasas de referencia permanecieron inalteradas, el tono *hawkish* del emisor volvió a sorprender a los mercados.

En particular, la Fed sugiere que: i) más incrementos en las tasas de interés pueden ocurrir antes de finalizar 2023 si se requieren; y ii) la postura monetaria permanecería en terreno restrictivo por más tiempo del anticipado. Esto ha desencadenado una reacción importante en los mercados, con desvalorizaciones que se han concentrado principalmente en títulos de deuda y una fortaleza relativa del USD frente al resto de monedas del mundo.

Gráfico 1. Trayectorias esperadas en crecimiento PIB*



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Senda calculada con la mediana de estimaciones del FOMC.

Como cada trimestre, la Fed también publicó el nuevo material de proyecciones económicas, basado en las estimaciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). Adicionalmente, la Fed reveló sus primeros pronósticos de cara al 2026, los cuales sugieren que el cierre de brechas de producto, empleo y precios tomaría, al menos, dos años más.

Esto último resulta particularmente importante. Primero, porque el discurso de la Fed apaciguó (una vez más) los temores de recesión concebidos en los mercados financieros a lo largo de este año. Pero además, este tono

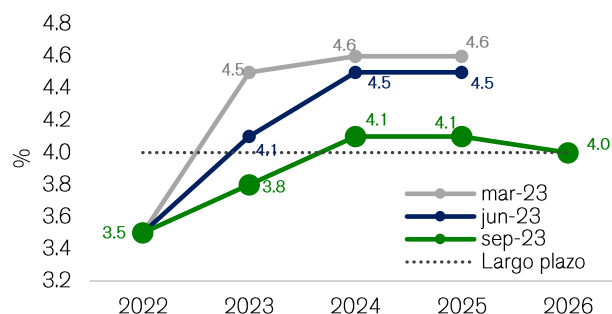
decidido del emisor moderó las expectativas de recortes agresivos en los tipos de interés en los próximos años, algo que era derivado justamente de esos temores de recesión.

¿Es posible un aterrizaje suave?

Para buena parte de los analistas y el mercado, una recesión era casi inminente en 2023. La probabilidad de recesión alcanzó niveles superiores al 65% a comienzos de año, motivada no solamente por el agresivo endurecimiento monetario de la Fed, sino también por la turbulencia del sistema bancario en EEUU y otras economías grandes del mundo (ver "Nada envidiable ser la Fed" en [CE – Marzo 22 de 2023](#)).

Pasados dos tercios del año en curso, la recesión nunca llegó. La información disponible sugiere una economía que crece a un ritmo sólido y mantiene niveles de desempleo bajos, incluso inferiores a los niveles estructurales o no aceleradores de la inflación.

Gráfico 2. Trayectorias esperadas en tasa de desempleo*



Fuente: Reserva Federal. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Senda calculada con la mediana de estimaciones del FOMC.

¿Significa esto que la economía de EEUU no tiene riesgos de recesión a la vista? Por supuesto que los tiene y no son ajenos a la política monetaria. No obstante, un cambio de ciclo y cierre de brechas no son necesariamente sinónimo de recesión.

La propia Fed ha dicho que uno de sus objetivos es garantizar un "aterrizaje suave" de la economía, lo que implica crecimientos bajos y un leve aumento del desempleo para ayudar a que la inflación converja más rápidamente hacia la meta de 2%. En ningún caso tal situación debe confundirse con una recesión.



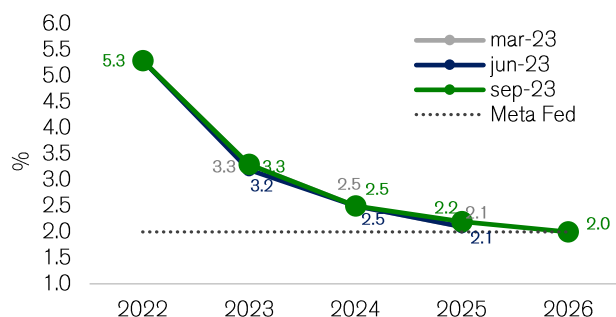
De hecho, las nuevas proyecciones del FOMC reflejan ahora una expectativa de crecimiento del PIB de 2.1% para 2023. Es decir, el FOMC ahora estima un crecimiento 1.1 p.p. por encima del estimado en junio pasado (Gráfico 1), algo que dista mucho de una recesión.

La mediana de pronósticos apunta a una expansión de 1.5% en 2024, también por encima de las estimaciones previas. El crecimiento del producto convergería a 1.8% para el bienio 2025-2026, alineándose de esta forma con su senda de expansión de largo plazo.

En línea con lo anterior, las nuevas estimaciones de desempleo del FOMC siguen revelando aumentos para los próximos años, pero a un ritmo inferior frente al previsto en el material de proyecciones previo.

Ahora se espera que la tasa de desempleo sea de 3.8% en 2023, inferior al 4.1% previsto en el trimestre anterior y al 4% estimado como el desempleo estructural o de largo plazo (Gráfico 2). Para 2024 y 2025 ahora se estiman sendos niveles de 4.1%, lo que es inferior en casi medio punto porcentual a las proyecciones anteriores.

Gráfico 3. Trayectorias esperadas en la inflación PCE*



Fuente: Reserva Federal Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Senda calculada con la mediana de estimaciones del FOMC.

En materia de inflación, las nuevas proyecciones no mostraron cambios significativos frente a las previsiones anteriores. El FOMC sigue anticipando una velocidad de convergencia muy lenta hacia la meta de política monetaria en los próximos años (Gráfico 3).

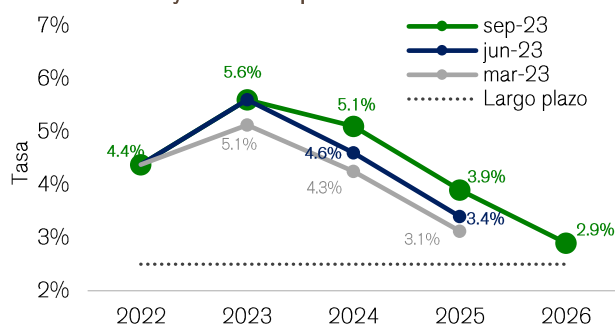
En efecto, se estima que la dinámica del deflactor del Gasto de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés) cierre 2023 en 3.3%, una estimativo apenas por encima del 3.2% previo. Sólo hasta 2026 la inflación del PCE retornaría a la meta de 2% de la Fed.

¿Cuándo descenderían las tasas?

Ante unos riesgos de recesión cada vez más bajos (o que es lo mismo, una probabilidad más alta de lograr un aterrizaje suave), y un proceso desinflacionario que se sigue previendo lento, las tasas de interés permanecerían elevadas por un periodo de tiempo más extendido. Y no sólo eso: las tasas de interés podrían seguir aumentando en el corto plazo.

En efecto, las nuevas expectativas de tasas de interés del FOMC siguen apuntando a un cierre de 2023 en el rango 5.5% - 5.75%, que son 25 pbs superiores al rango actual de 5.25% - 5.5% (Gráfico 4). Inexorablemente, esto sugiere que un próximo movimiento alcista de tasas de interés podría llegar en alguna de las dos reuniones restantes de este año (noviembre o diciembre).

Gráfico 4. Trayectorias esperadas en las tasas del Fed*



Fuente: Reserva Federal Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Senda calculada con la mediana de estimaciones del FOMC.

Para 2024, las estimaciones del FOMC sugieren tasas de interés en el rango 5% - 5.25%, lo que significa que las tasas descenderían a partir del próximo año. No obstante, estos niveles esperados de tasas para el próximo año son más altos frente a los previstos en reuniones previas del Fed. Además, apuntan a niveles que permanecerían en terreno contractivo, es decir, por encima de 4%.

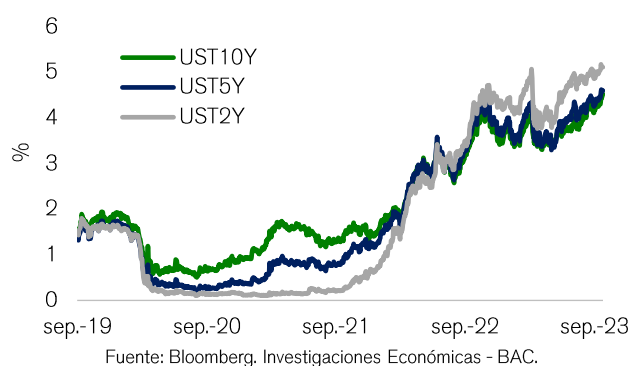
La trayectoria de tasas prevista por el FOMC sugiere reducciones graduales en los tipos para los siguientes años, cerrando en el rango 3.75% - 4% en 2025 y 2.75% - 3% en 2026.



Es importante resaltar que la propia Fed ha dicho que la tasa de interés neutral¹ podría ser superior en la actualidad frente al nivel de largo plazo de 2.5% estimado por el FOMC. Esto es consistente con una perspectiva del emisor donde los tipos de interés no descenderían tan rápidamente en los próximos años.

El mercado monetario en EEUU ha incorporado este ajuste en las perspectivas de tasas de interés de la Fed y la curva de Futuros de Fondos Federales (FFF) anticipa que el próximo movimiento al alza de los tipos llegaría en noviembre. A partir de allí, según la curva FFF, las tasas permanecerían estables hasta mediados de 2024 y empezarían a bajar desde 3T24, cerrando el año en el rango 4.5% - 4.75%.

Gráfico 5. Tasas de interés en el mercado de Tesoros



Las tasas de interés del mercado de Tesoros también se han ajustado al alza tras la reunión de la Fed. Los rendimientos de los Tesoros a 10 años (UST10Y), el referente internacional de la renta fija a largo plazo, alcanzaron niveles del 4.5%, máximos no vistos desde el año 2007 (Gráfico 5).

Las tasas de interés de corto plazo en el mercado de Tesoros también se dispararon hasta niveles por encima de la barrera del 5%. Por ejemplo, los rendimientos de los UST2Y aumentaron hasta niveles de 5.1%, mientras que los UST1Y lo hicieron hasta 5.4%. Las notas del Tesoro (T-Bills) de 3 y 6 meses se incrementaron hasta niveles

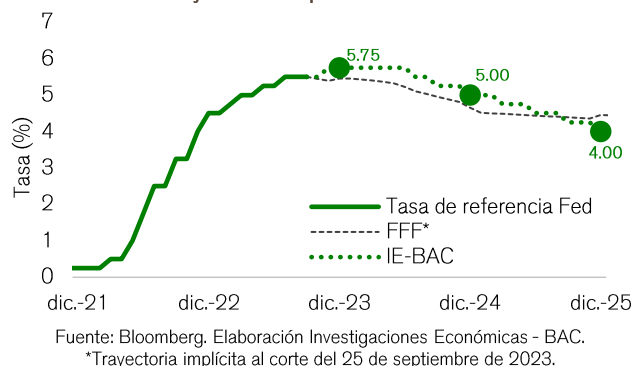
ligeramente superiores al 5.5%, incorporando en su totalidad la nueva perspectiva de tasas de la Fed.

Un nuevo escenario base

Si bien las trayectorias de inflación previstas por el FOMC no cambiaron sustancialmente, lo cierto es que la convergencia hacia la meta se sigue esperando lenta en los próximos 3 años. En ningún caso, la inflación del PCE en EEUU retornaría al 2% antes de 2026, excepto en un caso donde el gasto agregado se desplome y el desempleo se dispare.

Pero justamente eso último es lo que tiene hoy día una baja probabilidad de ocurrencia. La economía se encuentra en buena forma y el desempleo apenas aumentaría hacia niveles no aceleradores de la inflación en 2024, según lo anticipan no sólo las previsiones del FOMC sino también la última información disponible. Es decir, el cambio de ciclo necesario para enfriar la inflación está en curso, pero no es necesariamente recesivo.

Gráfico 6. Trayectoria esperada en la tasa de la Fed



En nuestra opinión, estas son razones suficientes para que la Fed siga defendiendo su tesis del aterrizaje suave y la necesidad de mantener las tasas de interés más altas por más tiempo. De esta forma, ahora **esperamos que la Fed incremente en 25 pbs su tasa de referencia en su reunión de noviembre**, llevándola hasta el rango 5.5% - 5.75% (Gráfico 6).

¹ La tasa de interés real neutral es un concepto que permite entender e interpretar la relación entre la estabilidad macroeconómica y los efectos de política monetaria. Si las tasas de interés se ubican por encima de la tasa neutral, el crecimiento económico y la inflación se desaceleran. Esto

significa que, si la tasa real neutral aumenta, entonces las tasas nominales tendrían que ser más altas para tener los efectos macroeconómicos esperados.



Asimismo, ahora esperamos que los primeros recortes en las tasas de interés lleguen el próximo año hacia 2T24 y no 1T24, como era nuestro supuesto anterior, con reducciones graduales que dejarían los tipos de interés en niveles de 4.75% - 5% al cierre de año.



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.
