



Comentario económico

Política monetaria

Febrero 5 de 2024

La Fed sin apuros

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Natalia Ossa M.

P.S. - Macroeconomía

natalia.ossa@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

En línea con nuestras expectativas, la Fed mantuvo inalterada su tasa de referencia durante su primera reunión de 2024. Asimismo, el emisor continuará reduciendo sus tenencias de activos, de acuerdo con su plan de normalización de la hoja de balance. El objetivo de la Fed sigue siendo consolidar el aterrizaje suave de la economía y una convergencia sostenible de la inflación hacia la meta de 2%.

Los datos macroeconómicos recientemente conocidos en EEUU siguen validando en su totalidad las acciones de la Fed. El crecimiento de la economía en 2023 se aceleró frente a 2022, en buena medida por el impulso fiscal de la actual administración, pero también por una resiliencia importante del gasto de los hogares. Las condiciones del mercado permanecen relativamente estrechas y la inflación, si bien disminuyó en el último año, continúa elevada y superando los objetivos de política.

Un objetivo de la Fed, implícito en la esperada fase de flexibilización monetaria, es la de suavizar el ritmo de reducciones en sus tenencias de activos de tal forma que no entre en contravía con reducciones en la tasa de referencia. Desde el año pasado, la Fed ha mencionado que su intención es llevar el monto de las reservas bancarias a unos niveles de reservas amplias, donde en principio el diferencial negativo entre las tasas de interés de muy corto plazo y la tasa de referencia retorne a niveles pre-pandemia.

Algunos estudios sugieren que unos niveles de reservas amplias son coherentes con proporciones de 10% - 12% del PIB nominal en EEUU. Al ritmo actual al que se viene normalizando el balance de activos en el marco del programa QT, dichos valores de reservas amplias se estarían alcanzando durante los próximos 10-12 meses, algo que no luce consistente con los planes de la Fed.

En nuestro escenario base, seguimos esperando que la Fed inicie la fase de recortes de tasas de interés en 2T24. Creemos que una primera reducción de 25 pbs ocurrirá en junio y que a partir de allí el emisor seguirá recortando gradualmente las tasas de interés hasta llevarlas al rango 4.5% - 4.75% al cierre de 2024. Una calibración del programa QT también es esperable en 2T24.



Consolidando el aterrizaje suave

En línea con las expectativas de la amplia mayoría de analistas y el mercado, la Reserva Federal (Fed) mantuvo inalterada su tasa de referencia en el rango 5.25% - 5.5% durante su primera reunión de política monetaria del año. Asimismo, el emisor continuará reduciendo sus tenencias de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas (MBS), de acuerdo con su plan de normalización de la hoja de balance (USD 95 mil millones mensuales).

En el comunicado oficial, la Fed resaltó que varios indicadores sugieren que la actividad económica se estaría expandiendo a un ritmo sólido. Esta afirmación es consistente con las cifras recientes que se publicaron del PIB de 4T23 en EEUU, las cuales evidenciaron un crecimiento sobresaliente de 3.3% trimestre anualizado y 3.1% en su variación anual, este último siendo el crecimiento más alto desde 1T22 (Gráfico 1). De esta forma, la expansión del PIB en todo 2023 fue 2.5%, superando no sólo el 1.9% de 2022 sino además todas las previsiones fatalistas que apuntaban a una recesión.

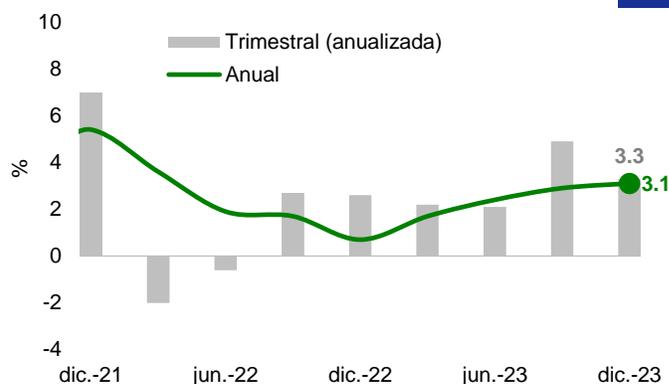
La Fed también mencionó que la generación de empleo en el mercado laboral se ha moderado, pero en cualquier caso se mantiene fuerte. De hecho, en el reporte de empleo del mes de enero (conocido apenas la semana pasada) la creación mensual de nóminas no agrícolas fue de 353 mil, la más alta de los últimos 12 meses. Y no sólo eso, pues en tendencia central la dinámica de la demanda de trabajo se mantiene por encima de los 200 mil puestos, niveles que se consideraban como óptimos (o no aceleradores de la inflación) hasta antes de la pandemia (Gráfico 2).

En materia de desempleo, la Fed volvió a resaltar como argumento de decisión que sus niveles se mantienen bajos. En efecto, las cifras del último mostraron una tasa de desempleo de 3.7%, niveles que siguen siendo históricamente bajos y muy parecidos a los mínimos alcanzados hacia finales de 2022 y principios de 2023 (Gráfico 3). Más aún, este nivel de desempleo se sitúa por debajo del desempleo estructural que se estima alrededor del 4%.

En este entorno, la inflación salarial sigue viajando a ritmos del orden del 5.2%, según lo revelan las cifras de la Fed de Atlanta. Si bien esta dinámica de los salarios se

Variación del PIB de EEUU en los últimos años

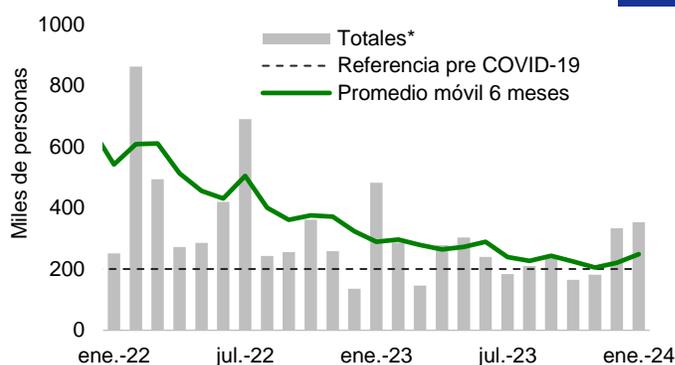
1



Fuente: US BEA. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Cambio mensual nóminas no agrícolas en EEUU

2



Fuente: US BLS. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series ajustadas por estacionalidad.



ha moderado frente a los niveles máximos de 6.7% alcanzados hacia mediados de 2022, todavía permanece muy por encima de los niveles promedio cercanos al 3% previo a la pandemia de 2020 (Gráfico 4). Esto es consistente con lo que muestran en el balance los indicadores del mercado laboral en EEUU, sugiriendo unas condiciones que, si bien se han suavizado frente al pasado reciente, todavía son relativamente estrechas y mantienen presiones alcistas sobre los salarios.

En cuanto a la inflación al consumidor, la Fed reconoce que también se han evidenciado señales robustas de un enfriamiento a lo largo de todo 2023. Sin embargo, la inflación todavía permanece elevada y en cualquier caso por encima de la meta de 2%, tanto en su medición total como en las medidas de inflación básica (núcleo). En efecto, la inflación del IPC total viaja ritmos anuales de 3.4%, mientras que la inflación núcleo lo hace en 3.9%.

Vale la pena recordar que estas medidas de inflación núcleo responden a factores exclusivamente de gasto, por lo cual son un buen reflejo de desequilibrios de demanda. Además, incluyen una exposición relativamente elevada a los salarios, en especial los precios de la canasta del IPC de servicios.

Bajo este contexto, el tono de la Fed volvió a desestimar la posibilidad de un eventual recorte de tasas de interés tan pronto como en su próxima reunión del mes de marzo. De hecho, en el comunicado oficial la Fed resaltó que no considera aún apropiado recortar las tasas de interés hasta que se tenga más certeza sobre una senda sostenible de la inflación hacia la meta.

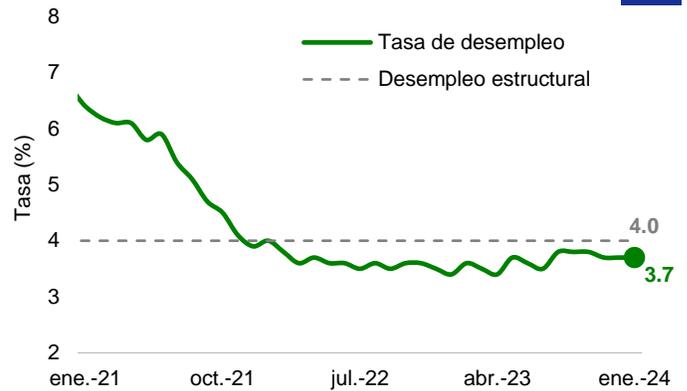
Tras esta decisión, la probabilidad implícita de recortes de tasas de interés en marzo disminuyó hasta 18%, tras alcanzar niveles de casi 90% hacia finales del año pasado (Gráfico 5). Las tasas de interés en el mercado de Tesoros frenaron el descenso visto desde 4T23 y las de los bonos a 10 años retornaron a niveles ligeramente por encima del 4%.

Otros objetivos a la vista

En la rueda de prensa tras la publicación del comunicado, el presidente de la Fed, Jerome Powell, fue enfático en mencionar que no considera que para el mes de marzo

Desempleo observado y no inflacionario EEUU

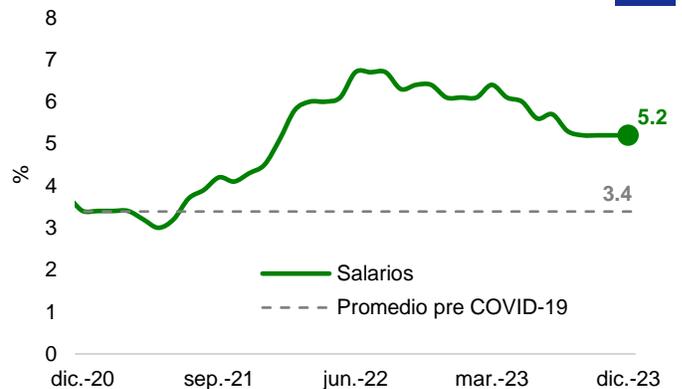
3



Fuente: US BLS. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Dinámicas de la inflación salarial en EEUU

4



Fuente: Fed de Atlanta. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Movimiento tasas Fed* vs tasas deuda pública

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Probabilidad implícita recortes tasas Fed en mercado monetario de EEUU.



las condiciones estén dadas para una reducción de tipos, algo que en algunas declaraciones posteriores-recientes volvió a ratificar. Lo que sí parece estar anticipando es que posiblemente en marzo se iniciarían las discusiones sobre el programa de reducción de la hoja de balance (conocido por sus siglas en inglés como QT).

Vale la pena recordar que las decisiones de política monetaria de cualquier banco central deben ser coordinadas entre sus instrumentos de política. Si la tasa de interés de referencia que equilibra la oferta y demanda de dinero se supone más baja, es natural que la magnitud del QT también deba modificarse. A la fecha, la Fed ha reducido sus tenencias de activos desde un máximo de casi USD 9 billones hasta niveles de USD 7.6 billones al corte de enero de 2024.

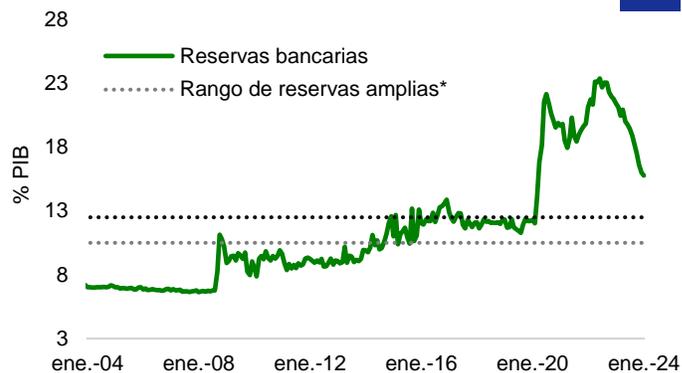
En el marco de un objetivo de reservas bancarias¹, la Fed tendrá que moverse desde un régimen de reservas abundantes a uno de reservas amplias. De hecho, durante la rueda de prensa de la última reunión de la Fed de 2023, el propio Powell dijo que el plan de ir frenando gradualmente el QT debe garantizar consistencia entre sus tenencias de activos y lo que a juicio de la Fed representa unos niveles de reservas amplias.

En un régimen de reservas abundantes, los bancos comerciales mantienen unos niveles de reserva abundantes y significativamente más altos que los requeridos por la regulación, caso representativo del periodo de la pandemia del COVID-19 en 2020-2021. En este caso, cambios en la base monetaria (oferta de liquidez) tienen efectos a la baja sobre las tasas de interés de corto plazo, las cuales tienden a situarse por debajo de la tasa de interés que fija la Fed.

En un régimen de reservas amplias, los bancos mantienen niveles de reservas holgados pero inferiores a los del régimen de reservas abundantes. En este caso, cambios en la base monetaria tienen efectos muy pequeños sobre las tasas de interés de corto plazo, las cuáles quedan determinadas en su totalidad por la fijación de la tasa de referencia de la Fed.

Evolución de las reservas bancarias en EEUU

6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimaciones tomadas del trabajo de Wessel (2024).

¹ Son recursos que los bancos comerciales depositan en las cuentas remuneradas de la Fed a la tasa efectiva de los fondos federales. Los bancos comerciales mantienen estas reservas para enfrentar potenciales corridas de depósitos y satisfacer los niveles regulatorios de liquidez. Cuando la Fed aplica un programa de compras masivas de activos (QE), crea reservas bancarias en la contraparte de su hoja de balance (pasivos). Al aplicar un programa QT, que por el contrario reduce sus tenencias de activos, entonces reduce los niveles de reservas bancarias.



Después de la crisis 2008-2009, en respuesta a una postura muy expansiva de la Fed y al cambio de la regulación mundial que exigió más amortiguadores de liquidez a los bancos, el régimen de reservas amplias se tornó el nuevo normal. La Fed dejó atrás las políticas de reservas escasas que funcionaban como la situación normal previo a la crisis y entró al mundo de la política monetaria no convencional que ha dominado el paradigma monetario desde entonces.

¿Cómo determinar unos niveles de reservas amplias? Algunos estudios sugieren, a partir de la evidencia de la última década en los mercados financieros, que unos niveles de reservas amplias son consistentes con proporciones de 10% - 12% del PIB nominal en EEUU (Estenssoro y Kliesen, 2023). Esto también ha sido confirmado por miembros de la Junta de Gobernadores de la Fed, los cuales han sugerido niveles entre un 10% - 11% del PIB².

Con las cifras disponibles a enero de 2024, los niveles de reservas bancarias se sitúan alrededor de 15.3% del PIB (Gráfico 6). Al ritmo actual del QT, los niveles de reservas amplias se alcanzarían durante los próximos 10-12 meses.

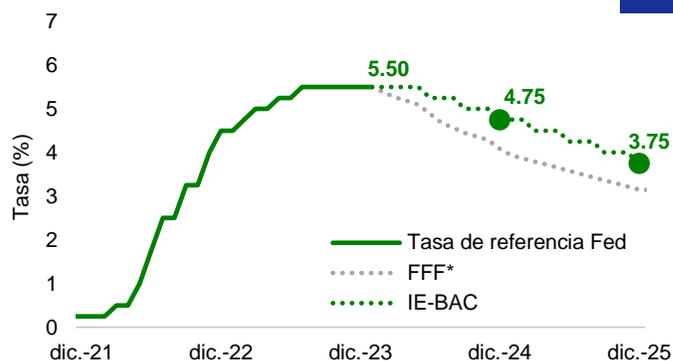
Primer recorte llegaría en 2T24

En nuestro escenario base, seguimos esperando que la Fed inicie su ciclo gradual de recortes de tasas de interés en 2T24, probablemente en ritmos de 25 pbs trimestrales. Consistente con lo anterior, es de esperar que el emisor también haga anuncios sobre su programa QT.

De esta manera, **ratificamos nuestra expectativa que el primer movimiento a la baja de tasas de interés en EEUU ocurrirá en el mes de junio**. Las tasas de interés cerrarían 2024 en el rango 4.5% - 4.75% (Gráfico 7), niveles que seguirían siendo contractivos pero adecuados para consolidar el aterrizaje suave de la economía y llevar la inflación a la meta de 2%.

Expectativas de tasas Fed para 2024 y 2025

7



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Trayectoria implícita al corte del 2 de febrero de 2024.

² Wessel, D. (2024). *How will the Federal Reserve decide when to end "quantitative tightening"?* Brookings Institution. Commentary: January 22, 2024.



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.
